

TÜRKİYE’DE ENFLASYON HEDEFLEMESİ STRATEJİSİNİN UYGULANMASI¹**Kabul Tarihi: 12.07.2016****Yayın Tarihi: 31.10.2016****Bahar Burtan DOĞAN²-Zeki AKBAKAY³****Öz**

1970’lerden sonra yaklaşık otuz yıl boyunca yüksek enflasyon ile mücadele eden Türkiye, yaşadığı başarısız parasal hedefleme ve döviz kuru hedeflemesinin ardından 22 Şubat 2001’de dalgalı döviz kurunu kabul etmiş ve ekonomide yapısal bir dönüşüm süreci başlamıştır. Bu amaçla Merkez Bankası Yasası’nda önemli düzenlemeler yapılmıştır. Yeni yasaya göre Merkez Bankası’nın temel amacı “fiyat istikrarının sağlanması ve sürdürülmesi” olarak kabul edildi. Fiyat istikrarının öncelikli amaç olmasının gereği olarak 2002’de enflasyon hedeflemesi rejimi kabul edildi. Tam donanımlı bir enflasyon hedeflemesinin ön koşullarının yerine getirilmesi için enflasyon hedeflemesi rejimi 2002-2005 yılları arasında örtük bir şekilde uygulanmıştır. Ön koşulların yerine getirilmesinden sonra Türkiye 2006 yılında resmi olarak “açık enflasyon hedeflemesi” stratejisini kabul etmiş ve 2010’a kadar para politikası aracı olarak faiz oranını kullanmıştır. Küresel kriz sonrasında hızlı kredi genişlemesi ve kısa vadeli sermaye akımlarına bağlı olarak artan makro finansal riskler yeni para politikası araçlarının kullanılmasını gerekli kılmıştır. Bu nedenle Merkez Bankası fiyat istikrarı yanında finansal istikrarı da sağlamak için Kasım 2011’den itibaren yeni para politikası araçlarını kullanmaktadır. Bu çalışmanın amacı 2002 yılından itibaren uygulanmakta olan enflasyon hedeflemesi rejiminin gerekçelerini ve genel çerçevesini ortaya koymaktır.

Anahtar Kelimeler: Para Politikası, Fiyat İstikrarı, Finansal İstikrar, Enflasyon Hedeflemesi**IMPLEMENTATION OF INFLATION TARGETING STRATEGY IN TURKEY****Abstract**

After 1970s approximately thirty years Turkey has struggled with high inflation rate. After an unsuccessful monetary targeting and exchange rate targeting experience Turkey adopted the floating exchange regime on 22 February 2001 and structural transformation process started in the economy. For this purpose significant amendments were made in the Central Bank Law. According to the new law, achieving and maintaining price stability was adopted as the primary objective of Central Bank. In accordance with the primary objective of price stability, the inflation targeting regime was adopted in 2002. Inflation targeting was implemented between 2002 and 2005 implicitly with an attempt to establish the precondition for full-fledged inflation targeting. Having implemented the preconditions for inflation targeting, Turkey adopted officially “open inflation targeting” in 2006 and has used interest rate as monetary policy instrument until 2010. Rapid credit growth, short term capital inflows and associated macro-financial risks in the aftermath of the global crisis necessitated the use of new monetary policy instrument. Therefore, Central Bank has been using new policy instrument to ensure financial stability besides price stability since November 2010. The objective of this study is to put out justifications and general framework of inflation targeting which has been implemented in Turkey since 2002.

Key Words: Monetary Policy, Price Stability, Financial Stability, Inflation Targeting**GİRİŞ**

1960-1980 döneminde ithal ikameci bir sanayileşme stratejisi izleyen Türkiye, stratejinin gereği olarak uygulanan korumacı politikalar ve iç talebe yönelik üretim anlayışı ekonomiyi ciddi döviz darboğazları ile karşı karşıya getirdi. Tüm dünyada görülen yüksek enflasyon fenomeni ile birlikte Türkiye ekonomisi de 1970’li yılların ikinci yarısında tekrar dış ödeme ve yüksek enflasyon oranları şeklinde ağır bir bunalıma sürüklendi. Ekonomik bunalımın sosyal ve siyasal boyutlar kazanması üzerine 24 Ocak 1980’den başlayarak Türkiye’de ekonomi politikasında devrim sayılabilecek yeni kararlar alınarak uygulamaya konuldu.

¹ Bu çalışma Doç. Dr. Bahar Burtan Doğan danışmanlığında Zeki Akbakay tarafından hazırlanan ve 2016 yılında Dicle Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsünde kabul edilen “Dünyada ve Türkiye’de Enflasyon Hedeflemesi Politikaları ve Türkiye Uygulamasının Etkinliği” başlıklı doktora tezinden oluşturulmuştur

² Doç. Dr., Dicle Üniversitesi İİBF, İktisat, baharburtandogan@yahoo.com

³ Dr., MEB, zekiakbakay@gmail.com

1990 yılında Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası hazırlamış olduğu parasal programı kamuoyuna duyurarak resmi anlamda ilk kez parasal hedefleme stratejisi uygulamaya başlamıştır. 1990-1999 yılları arasında bazı kesintilerle uygulanan parasal hedefleme döneminde Türkiye ekonomisi artan cari açıkla birlikte 1994 yılında ciddi krizle karşı karşıya kalmıştır. Bu dönemde ayrıca 1997’de yaşanan Rusya ve Doğu Asya krizlerine bağlı olarak Türkiye ekonomisi 1998 yılında daralmaya başlamıştır. 1999 yılında kamu borç stokunun GSMH’ya oranı %60’lar gibi tarihi bir zirveye çıkması ve faiz oranlarının enflasyon oranından %30 daha fazla olmasından dolayı İMF ile 2000-2002 yılları arasında geçerli olacak olan ve “Enflasyonu Düşürme Programı” olarak bilinen yeni bir ekonomik program yürürlüğe konulmuştur. Program önceden açıklanan bir kur çapasına dayandığı için döviz kuru hedeflemesi olarak karakterize edilmektedir. Sağladığı birçok kazanıma rağmen program Kasım 2000’de Şubat 2001’de yaşanan likidite krizleri sonucunda çökmüştür. Bunun üzerine hükümet döviz kuru çapasını 22 Şubat’ta terk ederek kuru dalgalanmaya bırakmış ve 15 Mayıs 2001’de örtük enflasyon hedeflemesine geçişi öngören “Güçlü Ekonomiye Geçiş Programı”nı kamuoyuna duyurmuştur. 2002’de uygulanmaya başlayan örtük enflasyon hedeflemesi döneminde tam donanımlı bir enflasyon hedeflemesi için gerekli ön koşullar yerine getirildikten sonra Ocak 2006’da “açık enflasyon hedeflemesi” resmen kabul edilmiştir. Böylece enflasyonla mücadelede uygulanan istikrar programları ve para politikası stratejilerinin başarısız olması Türkiye’yi adım adım enflasyon hedeflemesi stratejisine yaklaştırmıştır.

1. Türkiye’de Yüksek Enflasyonun Nedenleri

Türkiye uzun yıllar boyunca faiz-kur-enflasyon kısır döngüsü içinde kalmış ve bu kısır döngünün sonucu olarak ortaya çıkan yüksek kronik enflasyon makro ekonomik dengeleri olumsuz etkilemiştir. 1980’li yıllara kadar uygulanan ‘ithalat ikameci sanayileşme stratejisi’ ve sonrasında bu stratejinin yerine geçen “ihracata dayalı sanayileşme stratejisi” ile kamu açıkları, döviz kurularındaki artışlar ve dalgalanmalar, bekleyişler ve uygulanan istikrar programlarının başarısız olması enflasyon üzerinde etkili olmuştur. Bu etkenlere kısaca değinmekte yarar vardır.

İthal ikameci sanayileşme stratejisi iç talebi karşılamaya dönük bir sanayileşme politikası şeklinde tanımlanmaktadır. İthal ikameci sanayileşmede iç talebi karşılamak ancak devletin yoğun bir şekilde ekonomiye müdahalesi ile gerçekleşebilir. Bu ise esas olarak korumacılık, özendirme ve döviz kurlarına müdahale şeklinde olabilir.

İç talebe yönelik üretim anlayışı uluslar arası piyasada rekabet etmeyi teşvik etmekten uzak kalmaktadır. Öte yandan aşırı değerlendirilmiş kur politikası ve iç talebe dönük üretimi destekleyici teşvik politikaları, döviz darboğazı sorununa yol açmaktadır. Bu sorun hem maliyet enflasyonuna yol açacak şekilde ithal girdi fiyatlarını yükseltmekte hem de ekonomiyi dışsal fiyat şoklarına karşı daha kırılgan bir hale getirmektedir. Küçük bir dışsal fiyat şoku, iç piyasalardaki fiyat hareketleri ile birleştiğinde ciddi bir fiyat artışına yol açmaktadır.(Orhan ve Erdoğan, 2008:325)

Ekonominin liberalleşme sürecine girdiği 1980’li yıllarda ithal ikameci sanayileşme stratejisi terk edilerek, bunun yerine ihracata dayalı sanayileşme stratejisi tercih edilmiş ve bu stratejinin gereği olarak ekonominin rekabet gücü arttırılmaya çalışılmıştır. Bu bağlamda gerçekleştirilen devalüasyonlar ve yoğun ihracat teşvikleri bazı sektörlerin rekabet gücünü arttırmış ve ihracat miktarında sürekli bir artış yaşanmıştır. Ne var ki, bu gelişmeler daha önceki dönemde yükselişe geçen enflasyon oranlarının daha da artmasına neden olmuştur. Çünkü ihracat artışı için uygulanan politikaların doğal bir sonucu olarak, ithalata bağlı girdi ve mamul fiyatları yükselirken TCMB bilançosunun değerlendirme hesabı yoluyla para arzı genişlemiştir. TCMB bilançosunun aktifinde yer alan değerlendirme hesabı dış borçların TL ile büyüyen karşılıklarının emisyon ile karşılanmasına olanak sağlamıştır. Bir başka deyişle, hem dışarıdan fiyat artışı ithal edilmiş hem de para arzı genişletilmiştir (Orhan ve Erdoğan, 2008:326).

Türkiye ekonomisinde enflasyonu tetikleyen temel faktörlerden en önemlisi kronik kamu açıkları problemidir. Kronik kamu açığı probleminin yaşandığı gelişmekte olan ekonomilerde iç borçlanma ve monetizasyon en sık baş vurulan finansman yöntemleridir Sığ finansal piyasaların

bulunduğu bir ekonomik ortamda kamu açıklarının iç borçlanma ile finanse edilmesi faiz oranlarının yükselmesine, vade yapısının kısılmasına ve enflasyonist beklentilerin süreklilik kazanmasına yol açmakta ve yüksek faiz ile yüksek kamu açıkları arasında bir kısır döngü oluşmaktadır (Özdemir, 2005:419). Türkiye ekonomisinde özellikle 1990'lı yıllarda hız kazanan bu süreç enflasyonist beklentilerin kırılmasını zorlaştırmış ve dolayısıyla enflasyon ataletini güçlendirmiştir. Kamu açıklarının merkez bankasından kısa vadeli borç alınarak veya bankaya kamu borçlanma senedi satılarak finanse edildiği monetizasyon yöntemi parasal genişlemeye neden olmuş ve enflasyonist baskılara kaynaklık etmeye devam etmiştir.

Türkiye ekonomisinde 1980'lerden önce kamu açıklarının finansmanı için merkez bankası kaynaklarına yoğun bir şekilde başvurulmuştur. 1985 yılından itibaren doğrudan monetizasyon yerine iç borçlanma yöntemi tercih edilmeye başlanmış ve devlet tahvili ve hazine bonosu enstrümanları piyasaya ihraç edilmiştir. Söz konusu enstrümanlara yönelik talep miktarını arttırmak için vergi bağışıklığının yanı sıra, yüksek faiz ve kısa vade olanağı da sağlamıştır. Kamu açıklarının bu şekilde yüksek faizli iç borçlanma enstrümanları ile finanse edilmesi özel kesimin bir taraftan fon bulma imkanlarını kısıtlarken diğer taraftan ödünç alma maliyetlerini yükselterek dışlama etkisi (crowding up) yaratmıştır. Buna bağlı olarak daralan üretim ile birlikte fiyat artışları kaçınılmaz olmuştur.

Yüksek enflasyonun nedenlerinden biri de döviz kurundaki artışlar ve oynaklıklardır. Bu bağlamda özellikle Türkiye gibi gelişmekte olan ülkelerde ithal mallarının enflasyon sepeti içindeki ağırlıkları ile ara mallar ve sermaye mallarının ithalat içindeki paylarının yüksek olmasından dolayı döviz kuru fiyatlar üzerinde hem doğrudan hem de maliyetler yoluyla dolaylı bir şekilde belirleyici bir rol oynamaktadır.

İstikrarsız kurların getirdiği belirsizlik ortamı ile birlikte uzun süre enflasyonla yaşayan ekonomik ajanlar geleceğe yönelik kararlarında bazı endeksleme mekanizmalarını kullanmaktadırlar. Türkiye'de uzun dönem uygulanan 'yönetimli döviz kuru rejimi' zaman içinde dolaylı olarak enflasyon beklentilerini etkilemiş ve endeksleme mekanizmalarını güçlendirmiştir. Özellikle 1994 krizinin ardından Türk lirasındaki reel değerlemeyi önlemeye yönelik olarak uygulanan 'enflasyon oranı kadar kur artış oranı' politikası endeksleme mekanizmasını iyice kuvvetlendirmiştir. Sonuçta, enflasyon arttıkça enflasyon beklentileri yerleşmekte ve enflasyon kronikleşmektedir. Böyle bir yapıda fiyatlarda katılık oluşmakta ve enflasyon ataleti enflasyonu düşürmede en önemli engellerden biri olarak karşımıza çıkmaktadır (Serdengeçti, 2004:12-14).

Enflasyon dinamiklerini etkileyen temel faktörlerden biri de geçmişe dayalı beklentilerin varlığıdır. Bu anlamda, borç dinamikleri aynı zamanda beklentilerin şekillenmesinde etkili olmuş ve enflasyon dinamiklerini dolaylı olarak etkilemiştir. Borç stokunun artması, borçlanma gereğini arttırırken buna bağlı olarak da borcun sürdürülebilirliğine ilişkin kaygıların da artmasına neden olmuştur. Risk algılamasının artması ile birlikte reel faizler yükselmiş ve bir kısır döngü oluşmuştur. Borçlanmanın sürdürülebilirliğine ilişkin beklentiler; ekonomiyi dış şoklar, politik istikrarsızlık, kur ve faizlerdeki oynamalar gibi olumsuzluklara karşı kırılgan hale getirmiştir. Bu durumda ekonomik birimlerin en ufak bir risk algılaması bile, enflasyonun yükselmesine ve makro dengelerin bozulmasına neden olabilmıştır (Serdengeçti, 2004:14)

Türkiye'de enflasyonist süreci destekleyen bir başka unsur uygulanan istikrar programlarının sonunun getirilememesidir. Özellikle 90'lı yıllarda uygulamaya konulan istikrar programları incelendiğinde, kararlı bir şekilde uygulanan programların ilk dönemlerinde olumlu sonuçlar alınsa da, daha sonra gerekli yapısal reformların yapılmaması programları aynı kararlılıkta sürdürüleceğine dair şüpheleri artırdığı ve böylece programların başarısızlıkla sonuçlandığı görülecektir. Programların kararlılıkla sürdürülememesinin temel nedenlerinden biri de siyasi istikrarsızlıklar ve buna bağlı olarak siyasi otoritelerin kısa vadeli davranma eğilimleri olmuştur (Serdengeçti, 2004:15).

2. 1980 Sonrası Uygulanan Para Politikaları

2.1 1980-1990 Döneminde Para Politikası: Ekonomik Liberizasyon

Türkiye, ekonomisinde 1970’li yılların sonlarında yaşanan ekonomik sorunlarına çözüm bulmak için ithalat ikamesi stratejisine son vererek bunun yerine dışa açılmayı ve dünya ekonomisi ile bütünleşmeyi hedefleyen ve bu anlamda ihracata dayalı yeni bir sanayileşme stratejisi uygulamak üzere 24 Ocak 1980 İstikrar Programını gündeme getirmiştir. Türkiye ekonomisinde bir değişim ve dönüşümü temsil eden bu program 24 Ocak Kararları olarak da bilinmektedir.

İthal ikameci bir sanayileşme yerine ihracata dayalı sanayileşme stratejisini esas alan 24 Ocak 1980 İstikrar Programı birçok piyasada olduğu gibi para ve döviz piyasalarında da fiyat kontrollerini azaltıcı düzenlemeler içermektedir. 24 Ocak Kararları ile birlikte öncelikle finansal serbestleşme sürecini başlatmak üzere döviz kuru sisteminde esaslı değişikliklere gidilmiştir. 1980 öncesinde idari kararlarla belirlenen döviz kuru, Türk Lirasının aşırı değerlenmesine yol açarak dış ticaret açıklarının artmasına neden olmaktadır. Özellikle dış ticaret açıklarının azaltılmasına yönelik olarak 1 Mayıs 1981 tarihinde hem günlük kur uygulamalarına geçilmiş hem de kur ayarlamaları yetkisi Maliye Bakanlığı’ndan alınarak Merkez Bankası’na devredilmiş ve aynı zamanda sabit kur rejiminden daha esnek kur rejimine geçilmiştir (Orhan ve Erdoğan, 2008:355).

Fiyatlamının piyasada serbest bir şekilde oluşan koşullara bağlı olarak yapıldığı bir başka alan ise sermaye piyasasıdır. 1980 öncesinde hükümetin kredi-mevduat faizlerini doğrudan kontrol ederek düşük nominal faiz politikası izlemesi ve bununla birlikte enflasyon oranlarının yüksek olması sonuçta reel faizlerin negatif olmasına neden olmuştur. Bu durum tasarrufların bankacılık kesiminden çekilerek finansal piyasalara ve dövizde yönelmesine yol açmıştır. Buna bağlı olarak Temmuz 1980’de mevduat faiz oranları serbest bırakılmıştır. Faiz oranlarının serbest bırakılmasından bir yıl sonra reel faiz oranları pozitif düzeye çıkmış ve tasarruflar büyük ölçüde banka sistemine yönelmiştir (Kesriyeli, 1997:4-5).

Bu dönemde yaşanan önemli gelişmelerden biri de kamu açıklarının finansman yöntemi ile ilgilidir. Kamu açıklarının finansmanında merkez bankası kaynaklarını kullanmanın önüne geçmek için ilk olarak Mayıs 1985 tarihinde Hazine ihaleli bono ve tahvil satışı sistemine geçmiştir. Diğer taraftan, bankaların rezerv ihtiyaçlarını ellerinde rezerv fazlası olan bankalardan sağlamasına olanak sağlamak üzere Nisan 1986’da Bankalar Arası Para Piyasası oluşturulmuştur. Böylece bankalar birbirlerini tanımadan karşılıklı borç alış-veriş işlemlerini yürütmeye başlamışlar ve bu piyasada oluşan faizler piyasanın likidite durumu hakkında önemli sinyallerin alınmasına olanak sağlamıştır (Kesriyeli, 1997:9-11).

Bankalar Arası Piyasanın kurulmasının yanında, İstanbul Menkul Kıymetler Borsası (İMKB)’nin açılması ve Sermaye Piyasası Kurulu (SPK)’nin izniyle piyasaya kazandırılan kısa vadeli araçların çeşitlenmiş olması önemli gelişmelerdir. Bununla birlikte 1987 yılında Merkez Bankası’nın açık piyasa işlemleri uygulamasına başlamasıyla birlikte para politikası araçları ve devlet borçlanma politikası günün koşullarına uyumlu hale getirilmiştir (Orhan ve Erdoğan, 2008:359).

1989 yılında yayımlanan ve temel amacı Türk lirasının konvertible bir para konumuna getirmek olan Türk Parasının Kıymetini Koruma Hakkında 32 sayılı karar kambiyo sisteminin serbestleşme sürecinde önemli bir adım olmuştur. Türkiye’nin 1989’un ikinci yarısında sermaye hareketlerini liberize edip bütçe açıklarının monetizasyonuna son vermeyi taahhüt etmesi ve ağırlıklı olarak iç borçlanmaya yönelmesi enflasyonun düşürülmesi ve istikrara kavuşması için yeterli olmamıştır. Öte taraftan liberalleşmenin yapıldığı dönemde kamu borçları GSMH’nin %5.6 gibi küçük bir kısmını oluştururken, sonrasında giderek arttığı görülmektedir. Nitekim kamusal borçlar 1994 GSMH’nin %14.4’ünü, 1999’da %41.7’sini oluşturmuştur (Ekinci ve Ertürk, 2004:4).

2.2 1990-1999 Döneminde Para Politikası: Parasal Hedefleme Stratejisi

Merkez Bankası ilk kez 1986’da, sonrasında 1987 ve 1989 yıllarında da benzer programlar hazırlanmış ancak bu programlar kamuoyuna duyurulmamıştır. Bu programlardan farklı olarak 1990’da hazırlanan parasal program kamuoyuna duyurulduğu için Türkiye’de parasal hedefleme döneminin başlangıç yılı 1990 olarak kabul edilmektedir. 1990’da hazırlanan ve kamuoyuna

açıklanan parasal programın temel hedefi banka bilançosunun denetim altına alınmasıdır(Orhan ve Erdoğan, 2008:364).

Merkez Bankasının 1990 yılında ilan ettiği para programı aslında 1990-1994 dönemini kapsayan orta vadeli bir programdır. 1990 yılındaki gerçekleştirmeler hedeflerle nispeten tutarlılık gösterse de, ortaya çıkan iç ve dış gelişmelerin neden olduğu belirsizlik ortamı programın orta vadeli hedeflerine ilişkin güveni zedelenmiştir. Nitekim Körfez Savaşı'nın meydana getirdiği sorunlardan dolayı 1991 yılında herhangi bir parasal program ilan edilmemiştir (Orhan ve Erdoğan, 2008:368). Böylesi bir belirsizlik ortamında hem Türk lirası hem de döviz mevduatlarında gerçekleşen büyük çekişmeler kurları ve faizleri yükseltirken, rezervlerin azalmasına neden olmuştur. Bu gelişmeler karşısında Merkez Bankası kamu kesimine ve mevduat çekilişleri ile karşı karşıya kalan bankalara geniş kapsamlı finansman desteğinde bulunmak zorunda kalmıştır. Bu yüzden, belirsizlik ortamının negatif etkilerinin yanında, kamusal açıkların denetim altına alınamamış olması da yeni bir para programının açıklanmasını olanaksız kılmıştır (Kesriyeli, 1997:23).

Yaşanan bu gelişmelerden sonra TCMB orta vadeli amaçlara dayalı olarak 1992'de yeni bir para programını açıkladı. 1990 programı hedefler doğrultusunda başarılı olurken 1992'de ilan edilen para programı kamu kesimi finansman ihtiyacının oldukça büyük olması ve bu finansmanın merkez bankası kaynaklarından karşılanmasından dolayı başarılı olamamıştır. Kamu açıklarının denetim altına alınamaması ve buna bağlı olarak parasal büyüklüklerin kontrolünün zorlaşması nedeni ile Merkez Bankası 1993 yılında parasal bir program açıklamamıştır.

1994 yılına gelindiğinde Türkiye ciddi bir ekonomik krizin eşiğine gelmiştir. Sermaye hareketlerinde yaşanan serbestleşmenin ardında büyüyen mali dengesizlikler, döviz kurunun değerlenmesi ve ticaret bankalarının yoğun bir şekilde kısa dönem borçlanmalar yapması kriz öncesinde zayıf bir ekonomik alt yapıyı hazırlamıştır (Celasun, 1998:20). Bir yandan yurt içi kaynakların yetersizliği oluştu, öte yandan Merkez Bankası avansına dayalı finansmanın yarattığı enflasyon beklentisinin kurlar üzerindeki baskısını hafifletmek için yurtdışı borçlanmaya ağırlık verilmiştir. Sağlanan dış kaynak kullanımı ile faiz oranları düşük düzeyde tutulurken, TL yabancı paralar karşısında reel anlamda değer kazanmıştır. Ne var ki, artan dış kaynaklar toplam talep artışını besleyerek cari işlemler açığının hızlı bir şekilde büyümesine neden olmuştur. Böylece iç dengelerdeki bozulma dış dengelere de sıçrayarak kriz sürecinin hızlanmasına neden olmuştur(TUSİAD, 1995:50).

1994 yılı başlarında ekonominin bir kriz eşiğine gelmesi, kalıcı önlemler içeren ve bozulan dengeleri kısa süre içinde tekrar düzelterek bir istikrar programını gerekli kılmıştır. Bu amaçla hazırlanan 5 Nisan İstikrar Paketi kısa vadede %120 seviyesine ulaşan enflasyonu makul seviyelere düşürüp, mali piyasalarda ve döviz kurlarında dengeyi sağlamayı, orta vadede ise mali piyasalardaki istikrarsızlığın temel nedeni olan yüksek kamu açıklarına ve cari açık sorunlarına kalıcı ve köklü çözümler getirmek suretiyle uzun vadede sürdürülebilir bir büyüme sağlamayı amaçlamıştır (TCMB, 2013:15). Bu anlamda uzun dönemli bir yaklaşımla, parasal genişlemenin disiplin altına alınmasına yönelik olarak, Merkez Bankası 1 Ocak 1995'ten geçerli olmak üzere 21.4.1994 tarihinde yaptığı bir yasal değişiklikle Hazine'ye verilecek olan kısa vadeli avanslara belli sınırlamalar getirerek yeniden düzenlemiştir. Buna göre banka her yıl cari bütçe ödenekleri toplamının bir önceki mali yıl bütçe ödenekleri tutarının %12'sini geçmemek üzere Hazine'ye kısa vadeli bir avans hesabı açabilmektedir. 1994 yılında %15 olan bu oran 1995 yılı için %12, 1996 yılı için %10, 1997 yılı için %6, 1998 yılı ve izleyen yıllar için %3' olacak şekilde saptanmıştır (TUSİAD, 1995:53).

1998 yılına gelinceye kadar uygulanan para programları kamuoyuna açıklanmamıştır. 1999 yılında uygulanan para politikası da 1998 yılında olduğu gibi enflasyonun kontrol altına alınması ve mali piyasalarda istikrarı sağlama hedefleri doğrultusunda belirlenmiştir. Ne var ki Rusya krizi ve seçim ortamının yarattığı belirsizlikten dolayı enflasyon oranında bir düşüş sağlanamamıştır.

Sonuç olarak Türkiye ekonomisi 1990'lı yılların başından itibaren sıklaşan aralıklarla ekonomik krizlerle karşı karşıya kaldığı görülmektedir. Yaşanan bu krizlerde dışsal etkenlerin de rolü olmakla beraber krizlerin temel nedenleri sürdürülemez bir iç borç dinamiğinin oluşması ve

başta kamu bankaları olmak üzere mali sistemdeki sağlıksız yapının ve diğer yapısal sorunların kalıcı bir çözüme kavuşturulmamış olmasıdır. Zira kamu kesimi net borç stokunun GSMH’ya oranı 1990 yılında %29 iken, bu oran 1999 yılı sonunda %61’e ulaşmıştır. Net iç borç stoku ise 1990 yılında GSMH’ya oranı %6 iken 1999 yılında kamu bankalarının görev zararları ile birlikte oransal olarak yedi kat artarak GSMH’ya oranı %42 olmuştur (TCMB, 2001b) Diğer taraftan faiz oranlarının enflasyon oranından %30 daha fazla olmasından dolayı, enflasyon oranları ve böylece nominal ve reel faiz oranlarını düşürmeden mali sürdürülebilirliği güven altına alınması oldukça zor olacaktır (Akyüz Boratav, 2002:10-11).

2.3 2000 Yılı Enflasyonu Düşürme Programı: Döviz Kuru Hedeflemesi

Yukarıda belirtilen makro ekonomik koşullar altında 1999 yılının Haziran ayında, IMF ile yürütülen görüşmeler sonucunda Yakın İzleme Anlaşması’nın stand-by anlaşmasına çevrilmesi kararlaştırılmış ve 2000-2002 arasında yürütülecek ekonomi politikalarının kapsamı belirlenmiştir. Üç yıllık bir zaman sürecini kapsayan enflasyonu düşürme programı, maliye politikasının yanı sıra, gelirler politikası, kur ve para politikası ile birlikte yapısal reformları da kapsamaktadır.

İstikrar programı, önceden açıklanmış kur çapası rejimine dayandırılmıştır. Merkez Bankası döviz oranları hedefleri, 1 dolar +0.77 euro’dan oluşan dolar ağırlıklı bir sepete bağlı olarak saptamıştır. Sepetin Lira cinsinden değerinin 2000 yılında her ay giderek azalan oranlarda olmak üzere toplam %20 artması hedeflenmiştir. Temmuz 2001 tarihinde de önceden açıklanmış kur çapası sisteminden çıkılarak bir bant içinde kalmak üzere daha esnek bir kur sistemine geçilmesine karar verilmiştir. Program iç varlıklara dayalı para basılmasını yasaklayan, tersine para tabanının sadece net dış varlık kalemindeki değişim karşılığı olmasını hedefleyen, bir tür para kurulu benzeri bir politika çerçevesi ile faiz giderleri dışında bütçe fazlası gibi hedefleri de getirmektedir (UNCTAD, 2001).

Döviz kuruna dayalı programın uygulandığı 2000 yılında programda öngörülen enflasyon hedeflerine ulaşamamakla birlikte enflasyonla mücadelede önemli bir aşama kaydedilmiş ve enflasyon son 14 yılın en düşük seviyesine gerilediği görülmektedir. Kur riskinin azalması ve ekonomik birimlerin öngörülerinin artması sonucunda 2000 yılında faiz oranları hızlı bir şekilde düşmüştür. Faizlerdeki bu düşüş 1990 yılındaki hızlı daralmanın ardından, ertelenmiş tüketim ve yatırım harcamalarının gerçekleştirilmesini ve kredi talebini arttırarak ekonominin tekrar büyüme sürecine girmesi sağlamıştır (TCMB, 2001b:1).

Döviz kuruna dayalı istikrar programının ilk on bir aydaki bu görece başarısına rağmen, enflasyonun kur artışına göre daha yüksek olması Türk lirasının reel olarak değer kazanmasına neden olmuştur. Türk lirasındaki reel değerlenme, yurtiçi talepteki artış, uluslararası petrol fiyatlarındaki yükselme ve Euro’nun değer kaybı ile birlikte cari işlemler dengesini olumsuz yönde etkilemiştir. Cari açığın giderek büyümesi ve özelleştirme ile yapısal reformların gecikmesi sermaye akımları üzerinde ters etkiler yaparak Ağustos 2000’de kısa vadeli faiz oranlarında artışa neden olmuştur. Hükümetin ek önlemler almakta isteksiz davranması ve buna bağlı olarak IMF’nin üçüncü kredi dilimini serbest bırakmayı ertelemesi finansal piyasalara olan güveni azaltarak programın sürdürülebilirliğini tehlikeye sokmuştur. Yabancı sermayedeki hızlı kaçış ile birlikte yabancı fonlara bağımlı olan bankalar için ciddi likidite sorunları doğmuştur. Sermaye kaçışı ile birlikte azalan Merkez Bankası rezervleri faiz oranlarında ani artışlara neden olmuş ve böylece elinde devlet tahvili bulunan bankaların durumu daha da kötüleşmiştir. Sağlamış olduğu birçok kazanıma rağmen program Kasım 2000’de bir ‘likidite krizi’ sonucunda çökmüştür (TCMB, 2002b:51-52).

TCMB 2000 Kasım ayında dövizde hedef alan yoğun spekülasyon saldırısı (a) çok yüksek faiz (b) önemli döviz kayıpları ve (c) 7.5 milyar dolar büyüklüğündeki ek IMF kredisi ile geri püskürtebilmiştir. Verilen IMF kredisi vadesi oldukça kısa, maliyeti de yüksek olmuştur. Böylece TCMB ilan edilen döviz kuru çizelgesini çok yüksek bir maliyetle savunabilmiştir. Diğer taraftan, Merkez Bankası’nın daha sonra olabilecek bir saldırıya karşı savunma gücü büyük ölçüde azalmıştır (Uygur, 2001:8).

Ne var ki, kamu borcundaki artış, yüksek enflasyon oranları ve Türk lirasının döviz kuru sepetindeki artışa göre oldukça yüksek kalması, mevcut kur rejiminin sürdürülebilirliği konusundaki kuşku artmasına neden olmuştur. Şubat ayının ikinci yarısında koalisyon hükümetinde çıkan bir anlaşmazlık piyasadaki güveni tamamen sarsmıştır. Bu belirsizlik ortamında Hazine ihalesi vadesinin 1 ay olarak kısıtlanması ve gecelik faiz oranlarının % 5000 oranına çıkarılmasına rağmen sermaye kaçışları kontrol altına alınamamış ve likidite bütünü erimiştir. Türk lirasına yönelik bu atak para politikasının kontrolü tamamen kaybetmesine ve uluslar arası rezervlerin hızlı bir şekilde tükenmesi neden olmuştur. Bunun üzerine IMF'nin desteğiyle hükümet döviz kuru çapasını 22 Şubat'ta terk etmek zorunda kalmış ve kuru dalgalanmaya bırakmıştır.

Şubat krizi tam atlatılmayan Kasım krizinin bir devamı niteliğindedir. Devlet yönetimindeki bir anlaşmazlık, zaten baskı altında tutulan krizi su yüzüne çıkarmış, faiz ve kurların yükselmesinde tetikleyici bir rol oynamıştır. Özü itibarıyla aynı karakterleri taşıyan iki krizde önemli bir ayrımı Şubat krizinin şiddetini göstermesi açısından önemlidir. Zira Kasım krizinde dövize saldırı sadece yabancılarla sınırlı kalırken, Şubat krizinde yerlilerin de, özellikle bankaların dövize saldırıldığı görülmektedir.

3. Enflasyon Hedeflemesi Dönemi

Yaşanan bu krizlerden sonra Merkez Bankası, kur rejiminin terk edilmesi nedeniyle ortaya çıkan güven bunalımı ve eşanlı olarak bu duruma bir daha geri dönmeyecek şekilde kamu yönetiminin ve ekonominin yeniden yapılandırılmasına yönelik altyapının oluşturulması amacıyla (TCMB, 2001c) hazırlamış olduğu 'Güçlü Ekonomiye Geçiş Programı'nı 15 Mayıs 2001'de kamuoyuna duyurmuştur. Bu çerçevede, 22 Şubat'ta fiilen dalgalı kura geçmekle birlikte, döviz kuru rejimini değiştirerek, sabit döviz kur uygulamasından dalgalı kur rejimine geçişi resmen kabul etmiştir. Böylece döviz kurunun nominal çapa olarak kullanılmasına son verilmiş ve Türk lirasının değerindeki hızlı düşüşün enflasyonist etkilerini sınırlandırmak için para politikasının daha aktif olarak kullanılması benimsenmiştir. Bu amaçla Merkez Bankası bilanço kalemi olan parasal tabanı programın nominal çapası olarak belirlemiştir. Merkez Bankası'nın araç bağımsızlığına kavuşması ve önkoşulların oluşması ile birlikte enflasyon hedeflemesine yönelik para politikasına başlanacağı kamuoyuna duyurulmuştur (TCMB, 2001b:4-5).

Merkez Bankası çevreleri, dalgalı kur rejimine geçişin iki önemli nedeni olduğu ifade etmektedirler. Birincisi, kur rejiminin art arda yaşanan Kasım ve Şubat krizleri sonucunda çökmüş olmasıdır. Başarısız olan bir rejimin yerine kısa sürede aynısını veya benzerini koymaya çalışmak, gerçekçilikten uzak bir yaklaşım olacaktır. Bunun yanı sıra son yıllarda birçok ülke özellikle yaşamış oldukları finansal krizler sonucunda döviz kuru hedeflemesini terk ederek dalgalı kur rejimine geçmişlerdir. İkinci ve daha önemlisi kur rejiminin temelde dolarizasyondan kaynaklanan olumsuz şartlardan dolayı Türkiye ekonomisi için yararlı görülmemesidir. Bu anlamda uzun süredir bozulan ekonomik temeller, ekonomik birimleri döviz cinsinden işlemlere yönelmiş ve dolayısıyla ekonomik kararlar alınırken döviz kuru önemli bir değişken olmuştur. Bu yapıyı değiştirmenin önkoşulu döviz kurunu suni ve sürdürülemez yollarla 'öngörülebilir' kılmak değil, ancak iktisadi temelleri düzeltmek ve yapısal reformlar yapmak olduğu ifade edilmektedir (TCMB, 2002a).

Güçlü Ekonomiye Geçiş Programı çerçevesinde açıklanan strateji ile kamu maliyesi, gelirler politikası, özelleştirme, yapısal reformlar ve bankacılık alanında yapılacak düzenlemelerin genel çerçevesi belirlenmiştir. Konjonktürel politikalardan çok yapısal yenilenme ve düzenlemelere ağırlık verilen programda, öncelikle bankacılık sektörüne ilişkin tedbirler alınarak finansal piyasalardaki belirsizliğin azaltılması, buna bağlı olarak faiz oranları ve döviz kurlarında istikrarın sağlanması, iktisadi etkinliği sağlayacak yapısal reformların gerçekleştirilmesi, makroekonomik politikaların enflasyonla mücadelede etkin bir şekilde kullanılması ve sürdürülebilir büyüme ortamının oluşturulması amaçlanmıştır. Bu bağlamda, dalgalı kur rejimi çerçevesinde, kamu kesiminin artan borç yükünün sürdürülebilir bir yapıya kavuşturulması amacıyla daha sıkı bir maliye politikası uygulanmış ve aynı zamanda Merkez Bankası'nın faiz oranları üzerindeki etkisi artırılmıştır (TCMB, 2003:13).

3.1 Örtük Enflasyon Hedeflemesi ve Başlangıç Koşulları

Örtük enflasyon hedeflemesi rejimi, enflasyon hedeflemesi rejimini resmi olarak ilan etmeksizin sayısal enflasyon hedeflerinin açıklanması ve bu hedeflere ulaşmak için merkez bankasının politika araçlarını kullanması olarak tanımlanmaktadır. Bu uygulamada merkez bankası hesap verme mekanizmasını devreye sokmamakta ancak beklenti yönetimi konusunda enflasyon hedeflemesine benzer bir strateji izlemektedir. Örtük enflasyon hedeflemesinde açık enflasyon hedeflemesinden farklı olarak enflasyon hedefinin yanı sıra gösterge niteliğinde parasal büyüklükler gibi ara hedefler de kullanılabilir (Kara ve Orak, 2008:37). Temel politika aracı olarak kısa vadeli faiz oranlarının kullanıldığı örtük enflasyon hedeflemesi stratejisinde, para programında çapa olarak belirlenen para tabanının enflasyon hedefi ve büyüme tahmini ile tutarlı olarak artırılması söz konusudur. Döviz kuru piyasa arz ve talep koşullarına göre serbestçe belirlenmekte, döviz kuruna müdahaleler en alt düzeyde tutularak aşırı ve geçici dalgalamaları engellemeye yönelik müdahaleler yapılabilmektedir.

Türkiye’de Şubat krizi sonrasında enflasyon hedeflemesi rejiminin uygulanmasına karar verilmiş olsa da, hüküm süren belirsizlik ortamı nedeniyle tam donanımlı bir enflasyon hedeflemesi rejiminin uygulanması için gerekli ön koşullardan önemli bir kısmının mevcut olmamasından dolayı enflasyon hedeflemesi rejimine aşamalı bir şekilde geçilmesine karar verilmiş ve öncelikle ‘örtük enflasyon hedeflemesi rejimi’ olarak ifade edilebilen bir ara rejim uygulamasına geçilmiştir. Örtük enflasyon hedeflemesi rejiminin tercih edilmesinin temel nedeni açık enflasyon hedeflemesine geçişte gerekli ön koşulların iyileştirilmesi ve bu anlamda güvenilir bir ortamın oluşturulmasıdır. TCMB açık enflasyon hedeflemesine geçişte kademeli bir yakınsama stratejisi benimsemiş, para politikasının etkinliğini kısıtlayan ve aktarım mekanizmalarının işlemesine engel teşkil eden unsurların ortadan kalkmasını beklemiştir.

2001 krizinden sonra para politikasının etkinliğini sınırlayan ve bu anlamda açık enflasyon hedeflemesine geçişte engel teşkil eden temel unsurlar; başlangıç enflasyon oranı, mali baskınlık, dolarizasyon, döviz kuru geçişkenliği ve faiz oranlarının yüksek olması ile merkez bankasının bağımsız olmayışıdır. Örtük enflasyon hedeflemesi döneminde bu koşulların iyileşmesinden sonra 2006 yılında açık enflasyon hedeflemesine geçilmiştir. Koşullardaki değişim şu şekilde gerçekleşmiştir:

1. Enflasyon hedeflemesi rejiminin başarılı olabilmesi için başlangıç enflasyon oranlarının çok yüksek olmaması gerekmektedir. 2001 yılı sonunda %68,5 olan TÜFE 2005 yılsonu itibarıyla %7,7 olarak gerçekleşmiştir.
2. Enflasyondaki bu güçlü düşüş trendi, kamuoyunun uygulanan para politikası ve dolayısıyla enflasyon hedeflemesine olan güveni arttırmıştır. Buna bağlı olarak ‘güvenirlik açığı’ olarak da ifade edilen, iktisadi ajanların bekleyişleri ile enflasyon hedefi arasındaki fark giderek azalmıştır. 2002 yılında 14,5 olan güvenirlik açığının istikrarlı bir şekilde azaldığı ve 2005 yılı sonunda 0,7’ye kadar düştüğü görülmektedir (Rossi and Rebucci, 2004:11).
3. Enflasyon hedeflemesi rejiminin önemli ön koşullarından biri de ekonomide mali baskınlığın olmamasıdır. 2001 krizi sonrasında para politikasının etkinliğini kısıtlayan temel faktörlerin başında ‘mali baskınlık’ veya ‘kamu borcu baskınlığı’ olarak ifade edilebilen hassas kamu borcu dinamikleri gelmektedir. 2001 yılında kamu toplam net borç stokunun GSMH’ a oranı %90,6 iken 2005 yılında bu oran %55,8’e gerilemiştir.
4. Tam donanımlı veya açık enflasyon hedeflemesine geçişi zorlaştıran diğer bir engel dolarizasyonun çok yüksek seviyelere ulaşmış olmasıdır. 2001 yılına gelindiğinde Türkiye’de dolarizasyonun ağırlıklı olarak ilk aşamasının yaşandığı yani, ulusal paranın değer biriktirme işlevini yitirmiş olduğunu görmekteyiz. 2002 yılı ve sonrasında ise Türk lirasına doğru bir yönelimin başladığı ve bu anlamda ters dolarizasyonun yaşandığı görülmektedir (Serdengeçti, 2005b:16).
5. 2001 yılında Merkez Bankası Kanunu’nda yapılan değişikliklerle birlikte Merkez Bankası’nın yasal anlamda bağımsızlığı sağlanmıştır. Bu kanunla birlikte para politikasının nihai amacı fiyat istikrarı olarak belirlenmiş ve bu amaca ulaşmak için Merkez Bankası dışarıdan

herhangi bir siyasi müdahale olmaksızın kullanacağı araçları özgür bir şekilde seçebilmenin önündeki engeller kaldırılmıştır.

6. 2002 -2005 yılları boyunca reel faizler 20 puan, nominal faizler ise 50 puanın üzerinde düşmüştür. Bu dönemde Hazine, tarihinde ilk defa yurtiçi piyasada 5 yıllık vadede borçlanmıştır. Bu durum, ekonomide yeterli güvenin oluştuğunu, enflasyondaki oynaklığın azalmasına bağlı olarak belirsizliklerin azaldığını ve ekonomik birimlerin daha uzun vadeleri öngörebildiklerinin mümkün olduğunun ve dolayısıyla risk priminin düştüğünün en açık kanıtıdır (Serdengeçti, 2005a:10).
7. Dalgalı kur rejimine geçiş, rekabetin artması, güvenilir ekonomi politikalarına bağlı olarak enflasyon hedeflerinin giderek artan bir şekilde çapa rolünü üstlenmesi ve ekonomik ajanların fiyatlama davranışlarındaki değişikliklerin bir sonucu olarak döviz kurlarının enflasyona geçiş etkisinin 2001 yılı öncesi döneme göre giderek zayıfladığı gözlenmiştir (Kara ve Orak, 2008:47-48).

Sonuç olarak açık enflasyon hedeflemesine başlarken ideal anlamda tüm ön koşulların sağlandığını söylemek zor olsa da bu konuda önemli ilerlemelerin sağlandığı da bir gerçektir. Türkiye’de ön koşulların yerine getirilmesi sürecinde yaşanan gelişmelerin enflasyon hedeflemesini kabul eden diğer gelişmekte olan ülkeler ile benzer yönlerinin olduğu ve diğer ülkelerde de enflasyon hedeflemesi rejiminin teorik olarak öngördüğü tüm koşulların tam anlamı ile aynı anda sağlanmasının söz konusu olmadığı görülmektedir. Bununla birlikte enflasyon hedeflemesi rejimine başlarken her ülke için her kategoride ideal duruma yakınsama oranları, ülkelerin kendilerine özgü karakteristikleri nedeniyle farklılıklar gösterebilmektedir.

3.2 Açık Enflasyon Hedeflemesi

2001 krizinden sonra döviz kuru hedeflemesinin terk edilip Türk lirasının dalgalanmaya bırakılması sonrasında 2002 yılında uygulamaya konulan örtük enflasyon hedeflemesinin temel amacı tam donanımlı enflasyon hedeflemesine geçebilmek için uygun bir ortam hazırlamak olmuştur. Örtük enflasyon hedeflemesinin uygulandığı 2002-2006 yılları arasında, enflasyon hedeflemesi rejiminin ön koşullarının büyük ölçüde gerçekleşmesi ve gerekli güven ortamının oluşmasında önemli mesafeler alınması sonucu açık enflasyon hedeflemesine yakınsama sağlanmış ve böylece daha önce planlandığı üzere Türkiye, 2006 yılı başında parasal büyüklükleri nominal çapa olmaktan çıkarıp sadece enflasyon oranının nominal çapa olduğu veya enflasyonun doğrudan hedeflendiği bir para politikası rejimi olan enflasyon hedeflemesini uygulamaya başlamıştır.

3.2.1 Türkiye’de Enflasyon Hedeflemesi Rejiminin Genel Çerçevesi

Enflasyon hedeflemesi bir katı kurallar rejimi olmaktan çok para politikası ile ilgili bir çerçeve sunan rejimdir. Bu anlamda her ülkenin içinde bulunduğu koşullardan dolayı, enflasyon hedeflemesi uygulaması farklılıklar gösterebilmektedir. Türkiye’de enflasyon hedeflemesi rejiminin genel çerçevesi oluşturulurken, bu rejimi uygulayan ülkeler TCMB tarafından ayrıntılı bir şekilde incelenmiş ve ülke deneyimleri doğrultusunda rejimin genel çerçevesi Türkiye’ye özgü bir şekilde oluşturulmuştur.

3.2.1.1 Enflasyon Hedefinin Belirlenmesi

Enflasyon hedefine ulaşılmasında para politikasının yanında diğer ekonomi politikalarının hangi yönde uygulandığı ve para politikası ile arasındaki işbirliği oldukça önemlidir. Bu çerçevede hükümetin uyguladığı politikaları enflasyon hedefi doğrultusunda para politikası ile uyumlaştırması enflasyonun düşürülmesinde önemli rol oynamaktadır. Bununla birlikte uygulanan para politikası stratejisinin hükümet tarafından desteklenmesi, ekonomik birimlerin uygulanan para politikasına ve enflasyon hedeflerine duyduğu güveni artırmaktadır. Tüm bunlar göz önüne alınarak, 2001 yılında TCMB Kanunu’nda yapılan değişiklik ile rakamsal enflasyon hedefinin ne olacağını Hükümet ve TCMB’nin birlikte belirlenmesi hükmüne bağlanmıştır.

Hükümetin Merkez Bankası ile birlikte enflasyon hedefini belirlemede yetkili taraflardan biri olmasının bir sonucu olarak hedefleri sahiplenmesi fiyat istikrarı açısından bir avantaj iken diğer taraftan hükümetin Merkez bankasına göre daha kısa vadeli bir bakış açısına sahip olmaları enflasyon hedefinin arzulan oranın üstünde belirlenmesine yol açabilir. Bu ise fiyat istikrarı amacının gerçekleşmesini zora sokabilir (Kara ve Orak, 2008:11).

3.2.1.2 Hedefin Niteliği

Diğer enflasyon hedefleyici ülkelerin tamamında olduğu gibi operasyonel hedef olarak Türkiye’de de toplumun her kesimi tarafından kolaylıkla takip edilebildiği ve günlük yaşam maliyetini iyi ölçen bir gösterge olduğu için, enflasyon hedefinin Tüketici Fiyatları Endeksi (TÜFE) üzerinden tanımlanması tercih edilmiştir.

TÜFE’nin gıda ve enerji fiyatları gibi para politikasının kontrolü dışındaki unsurlardan etkilenmesinden dolayı enflasyonun temel eğiliminin daha iyi anlaşılabilmesi ve para politikalarının denetiminde olmayan unsurlardan arındırılması için Merkez Bankası TÜFE yanında enflasyon analizi ve iletişim politikasının bir parçası olarak çekirdek enflasyon veya Özel Kapsamlı TÜFE Göstergeleri⁴ (ÖKTG)’ni de kullanmaktadır. Politika çerçevesinde bu bakış açısı, geçici şokların ve dalgalanmaların etkisinin bir süre sonra ortadan kalkacağı, orta vadede ise genel enflasyonun yönü ve seyri açısından belirleyici olanın enflasyonun kalıcı kısmı olduğu görüşüne dayanmaktadır. Bu sebeple politika yapıcılarının açısından orta vadeli öngörülerin sağlıklı yapılabilmesi için güncel enflasyon sürecinin daha iyi anlaşılabilmesi ve ana eğilimin doğru tespit edilmesi gerekir. Dolayısıyla genel tüketici enflasyonuna göre daha homojen olan çekirdek kısmı da takip edilmektedir. Bu göstergeler, temel görevi fiyat istikrarı olan merkez bankalarının enflasyonun ana eğilimini takip edebilmek amacıyla sıklıkla kullandıkları serilerdir (Atuk vd, 2011:2).

ÖKTG ile ilgili olarak iki önemli hususun göz ardı edilmemesi gerekir. Bunlardan biri özel kapsamlı göstergelerin para otoritesi tarafından değil de, TÜİK tarafından hesaplanıyor ve açıklanıyor olmasıdır. Bu ise para politikası çerçevesinin şeffaflığına hizmet eden önemli bir uygulama biçimidir. ÖKTG ile ilgili diğer bir husus ise, göstergelerin para politikasının oluşumuna ve performansının değerlendirmesine yardımcı olacak şekilde tasarlanmış olmalarıdır. Diğer bir ifadeyle, göstergeler TÜFE’ye alternatif teşkil etmemekte olup, tersine TÜFE ve ÖKTG bilgi kümeleri birbirini tamamlamaktadır. Göstergeler birbirinden keskin çizgilerle ayrılmamakta, bir arada ve TÜFE ile birlikte kullanıldığında anlamsal bütünlüğe kavuşmaktadır. Bu nedenle, enflasyon analizi yapılırken özel göstergelerin süreklilik arz eden bir bütün olarak ele alınması yaklaşımı benimsenmiştir (TCMB, 2006c:14).

3.2.1.3 Enflasyon Hedefinin Şekli

Enflasyon hedeflemesi rejimini uygulayan ülkeler incelendiğinde enflasyon hedefinin seçiminde farklılıkların olduğu görülmektedir. Türkiye, kolay anlaşılabilir olması ve buna bağlı olarak iletişim açısından önemli avantajlar sağlaması ve bekleyişleri yönlendirmede daha etkili

⁴Uygulamada yedi farklı özel kapsamlı gösterge, dolayısıyla yedi farklı çekirdek enflasyon söz konusudur. Özel Kapsamlı TÜFE Göstergeleri(ÖKTG): Mevsimlik ürünler hariç TÜFE (A), İşlenmemiş gıda ürünleri hariç TÜFE(B), Enerji hariç TÜFE(C), İşlenmemiş gıda ürünleri ve enerji hariç TÜFE(D), Enerji, alkollü içecekler ve tütün ürünleri hariç TÜFE(E), Enerji, alkollü içecekler, tütün ürünleri, fiyatları yönetilen/yönlendirilen diğer ürünler ve dolaylı vergiler hariç TÜFE(F), Enerji, alkollü içecekler, tütün ürünleri, fiyatları yönetilen/yönlendirilen diğer ürünler, dolaylı vergiler ve işlenmemiş gıda ürünleri hariç TÜFE(G) ve bunlara ek olarak ekonomik analizlerde ve tartışmalarda en yaygın olarak kullanılan ÖKTG; işlenmemiş gıda, enerji, alkol ve tütün ürünleri ile altın hariç TÜFE(H) ve gıda, enerji, alkol ve tütün ürünleri ile altın hariç TÜFE(I) şeklinde iki farklı gösterge daha kullanılmaktadır.

olmasından dolayı enflasyon hedefini belirsizlik aralığı her iki yönde iki puan olacak şekilde nokta hedef olarak seçmiştir (TCMB, 2006b:20).

Türkiye’de nokta hedef etrafında tanımlanan belirsizlik aralığının nokta hedef etrafında her iki yöne ± 2 puan olacak şekilde geniş tutulmuştur. Belirsizlik aralığının bu şekilde geniş tutulmasının nedeni, enflasyonun TÜFE gibi bir gösterge ile ölçülüyor olmasından dolayı özellikle para politikasının kontrolü dışında olan bazı unsurlardan etkilenecek hedeften kolayca sapabilmesi ve bununla birlikte ekonomide veri ve model belirsizliğinin var olması olarak ifade edilmektedir (Kara ve Orak, 2008:49).

Bir nokta etrafında belirsizlik aralığının geniş olması hedefin bazı eleştirilere maruz kalmasına neden olabilmektedir. Belirsizlik aralığının varlığı durumunda, öncelikle enflasyon bekleyişleri nokta hedef yerine belirsizlik aralığına odaklanma eğilimi içinde olabilirler. Böylece ekonomik ajanlar zamanla nokta hedef yerine belirsizlik aralığının üst sınırını referans olarak kabul edecekleri için enflasyon hedefinin çapa olma niteliğini kaybetme tehlikesi oluşabilir. Buna bağlı olarak nokta hedefin tutturulması daha da zorlaşacaktır. Diğer taraftan belirsizlik aralığının geniş tutulması merkez bankasının fiyat istikrarı konusundaki kararlığında ekonomik ajanlar arasında şüpheye neden olmak suretiyle para politikasına olan güveni zayıflatabilir.

3.2.1.4 Hedeften Sapma ve Hesap Verme

Enflasyon hedefi daha önce belirtildiği üzere TÜFE gibi son derece geniş kapsamlı bir gösterge üzerinden tanımlanmaktadır. Söz konusu endekste, gıda, enerji ve yönetilen/yönlendirilen fiyatlar gibi, para politikasının etki alanı dışında kalan çok sayıda kalem yer almaktadır. Ayrıca, Türkiye gibi gelişmekte olan açık ekonomilerde döviz kurundaki kısa vadeli hareketler enflasyon üzerinde öngörülemeyen geçici dalgalanmalara yol açabilmektedir. Para politikasının kendi kontrolü dışındaki unsurlara ani tepki vermesi makroekonomik değişkenlerdeki oynaklığı artıracığından, enflasyon hedeflemesi uygulayan merkez bankaları orta vadeli bir yaklaşımla hareket etmekte ve beklentiler kontrol altında olduğu sürece enflasyondaki geçici dalgalanmalara izin vermektedir. Bu bağlamda, belirsizlik aralığının oluşturulmasındaki temel amaç, enflasyonun nokta hedef etrafındaki sapmalara hesap verebilirlik ilkesi açısından ne ölçüde tolerans gösterileceğine dair ölçülebilir bir kriter oluşturmaktır (TCMB, 2007).

Merkez Bankası’nın nokta hedef etrafında bir aralık oluşturması, para politikasının normalin üzerinde gevşetileceği anlamına gelmemelidir. Enflasyonun belirsizlik aralığı içinde belirlenen nokta hedeften sapması, diğer bir ifadeyle, gerçekleşen enflasyon ile hedef enflasyon arasındaki farkın mutlak değeri 2 puanı aştığı takdirde hesap verme yükümlülüğü devreye girmektedir. Bu bağlamda enflasyonun hedeften belirgin bir şekilde sapması durumunda Merkez bankası söz konusu gelişmenin nedenlerini yayımladığı raporlar aracılığıyla kamuoyuna açıklayarak hesap verme durumunda olacaktır (TCMB, 2005:6).

Belirtilmesi gereken diğer bir nokta, Merkez Bankasının hedeften aşağı ve yukarı yönlü sapmaları aynı şekilde değerlendirmesidir. Oysa örtük enflasyon hedeflemesi döneminde enflasyonun hedeflerin altında kalması, üzerinde kalmasına oranla daha kabul edilebilir bir durum olarak değerlendirilmiştir. Bu bağlamda Merkez Bankası’nın ilan ettiği hedefler, örtük bir şekilde ‘üst sınır’ olarak algılanmıştır. Açık enflasyon hedeflemesi döneminde enflasyon belli bir istikrara kavuştuğu için Merkez Bankası mevcut yaklaşımı terk ederek hedeften aşağı veya yukarı yönlü sapmaları aynı şekilde değerlendireceğini ve sapmanın nedenlerini açıklanması gereken bir durum olduğunu ifade etmiştir (TCMB, 2005:5).

Merkez Bankası Kanunu’nun 42. Maddesinde ‘Banka, belirlenen hedeflere ilan edilen sürelerde ulaşamaması ya da ulaşamama olasılığının ortaya çıkması halinde, nedenlerini ve alınması gereken önlemleri hükümete yazılı olarak bildirir ve kamuoyuna açıklar’ hükmü yer almaktadır. Bu bağlamda Merkez Bankası herhangi bir dönemde, enflasyon gerçekleşmelerinin ya da tahminlerinin hedeflerden sapma gösterdiği durumları iki şekilde değerlendirecektir. Öncelikle üçer aylık dönemler sonu itibarıyla enflasyonun yıl içinde belirsizlik aralığının dışında kalması

durumunda bunun nedenlerinin ve hedefe tekrar ulaşılması için alınması gereken önlemleri üç ayda bir yayımlanmakta olan Enflasyon Raporu aracılığıyla açıklanmaktadır. Enflasyonun yılsonunda hedeften her iki yönde iki puandan daha fazla ‘aşırı sapma’ durumunda ise farklı bir hesap verebilirlik mekanizması devreye girecektir. Bu durumda Merkez Bankası Hükümete ayrıntılı bir mektup yazacak ve bu metni kamuoyu ile paylaşacaktır (TCMB, 2008:8-9).

Ayrıca, Başkan tarafından Banka faaliyetleri ve para politikası uygulamaları hakkında Bakanlar Kurulu’na ve TBMM Plan ve Bütçe Komisyonu’na yılda iki defa yapılan sunumlar ve Yıllık Rapor da hesap verebilirlik ilkesine hizmet etmektedir (Çulha ve Kaya, 2009:4).

3.2.1.5 Zaman Ufku

Türkiye’de orta vadeli bir yaklaşım çerçevesinde üç yıllık bütçe uygulamasına başlanması, enflasyon hedeflerinin içsel tutarlılığı ve enflasyon hedeflerinin diğer makroekonomik değişkenler ile uyumunun sağlanması amacıyla hedefler üç yıllık bir süre için belirlenmiştir. Bu uygulamada orta vadeli enflasyon hedefinin ön plana çıktığı görülmektedir. Merkez Bankası açısından orta vadede önemli olan enflasyondaki geçici dalgalanmalardan ziyade enflasyonun aşamalı bir şekilde aşağı inerek üçüncü yılın sonunda belirli bir istikrara kavuşması ve sonrasında bu istikrarın devam etmesidir. Bu bağlamda büyük dışsal şokların enflasyon üzerindeki geçici etkilerine anında tepki verilmemekte, orta vadeli hedeflere vurgu yapılarak politika tepkisi zamana yayılmaktadır (TCMB, 2005:8).

3.2.1.6 Hedeflerin Değiştirilme Koşulları

Enflasyon hedeflemesi rejiminin başarısı, temel olarak, merkez bankasının kamuoyu nezdinde güvenilirlik kazanarak, iktisadi birimlerin kararlarını para politikasının hedefleri doğrultusunda şekillendirebilme yeteneğine bağlıdır. Bu bağlamda, çapa olmalarından dolayı enflasyon hedeflerine, piyasaların beklentilerini şekillendirmede önemli bir rol düşmektedir. Enflasyon hedefinin güçlü bir nominal çapa olabilme ve buna bağlı olarak da bekleyişleri yönlendirebilmesi için merkez bankasının taahhütlerine sıkı bir şekilde bağlı olması gerekir. Merkez bankasının yerine getirmekle kendisini yükümlü kıldığı taahhütlerin başında ise enflasyon hedefleri gelmektedir. Dolayısıyla merkez bankasının güvenilirliği bir anlamda ilan etmiş olduğu hedeflerin güvenilirliğine bağlıdır. Kredibilitesi yüksek olan enflasyon hedeflerinin, enflasyon beklentilerini yönlendirebilme gücü de yüksek olacaktır. Merkez bankasının önceden ilan ettiği hedefleri sık sık değiştirmesi kamuoyunun merkez bankasına olan güvenin azalmasına ve enflasyon hedeflerinin çapa olma niteliğini yitirmesine neden olacaktır. Sonuç olarak enflasyon hedeflerinin bekleyişleri yönlendirme fonksiyonunu yerine getirmesi güçleşecektir.

Enflasyon hedeflemesi rejimini benimseyen ülkelerde genel kabul gören uygulama, enflasyon beklentilerinde bir bozulmaya neden olmadığı sürece para politikasının geçici arz şoklarına tepki vermemesi ve enflasyon oranlarında kısa vadede geçici yükselişlere izin verilmesidir. Merkez bankalarının, arz yönlü şokların kendi kendine geçmesini beklemekten başka yapacakları bir şey olmadığı standart bir yaklaşım olmuştur. Ancak merkez bankasının kontrolü dışında olan gıda ve enerji gibi kalemlerin fiyatlarındaki yüksek oranlı artışların uzun bir süre sürmesi ve bu artışın süreceğine dair öngörülebilir gelecekte de devam edebileceği yönünde kanaatlerin oluşması durumunda merkez bankası ya hedefleri değiştirmeden hedeflere uygun bir politika takip edecek, ya da enflasyon hedeflerini ulaşılabilir bir düzeye revize edecektir (Yılmaz, 2008:5-8).

Bu noktada, enflasyon hedeflemesi rejiminin temel ilkeleri çerçevesinde, hedef revizyonu ancak para politikası denetimi dışındaki unsurlara bağlı olarak hedeflerden çok büyük ve uzun süreli sapmalar görüleceğinin belirlenmesi ve buna bağlı olarak, hedeflerin iktisadi birimler açısından anlamını yitirmesi ve bu durumun merkez bankalarının kredibilite kaybına düşerek, enflasyonla mücadele sürecinin maliyetini artırması durumunda gündeme geleceği ifade edilmektedir. Bu şartlar altında TCMB yeni hedefin yasa gereği olarak hükümet ile birlikte saptanacağını açıklamıştır (TCMB, 2006a).

Hedef revizyonu merkez bankalarının karşı karşıya kaldıkları sınır koyma problemine Merkez Bankası'nın getirdiği bir çözüm olarak görülmektedir. Bununla birlikte hedef revizyonu ancak gerekli politika duruşu ile desteklendiği takdirde sonuç verebilecektir. Bu nedenle para politikasının açıklanan yukarı yönlü enflasyon hedeflerindeki değişim ile uyumlu bir parasal sıkılaştırma oluşturmaktadır. Belirlenen yeni hedefler, politika tepkisinin neye göre verildiğini, neden parasal sıkılaştırma yapıldığını ve gerektiği takdirde nereye kadar sıkılaştırmaya devam edeceğini gösteren bir referans niteliğindedir. Bir başka ifade ile, Merkez Bankası hedef revizyonu ile arz yönlü şokların birincil etkilerine ne dereceye kadar müsaade edebileceğini ilan etmiş sayılmaktadır (Yılmaz, 2008:9).

Enflasyon oranlarının revize edilmesi şokların niteliğine ve süresine bağlı olarak değişmektedir. Burada dikkat edilmesi gereken husus hedeflerden çok büyük ve uzun süreli sapmalar görüleceğinin belirlenmesi ve orta vadeli hedeflerin anlamsız kalması durumunda enflasyon 'hedefinin' revize edileceği belirtilmektedir. Tersine şokların geçici olması durumunda, enflasyon hedefleri değil, enflasyon 'tahminleri' revize edilecektir (TCMB, 2005:9).

3.3 Döviz Kuru Politikası

Dalgalı döviz kuru rejiminde döviz kuru ne bir hedef, ne de bir politika aracıdır. Merkez Bankası'nın hedef olarak aldığı tek değişken enflasyon iken, hedeflerine ulaşmak için kullandığı temel politika aracı ise kısa vadeli faizlerdir. Bu çerçevede Merkez Bankası'nın döviz kuru, büyüme veya cari açık gibi bir değişkeni hedeflemesi söz konusu değildir. Temel ilke olarak döviz kuru seviyesinin arz ve talep koşullarına bağlı olarak belirlenmesi, döviz kurunun bir para politikası aracı olarak kullanılmaması ve Merkez Bankası'nın bir kur hedefinin bulunmaması, kısacası Merkez Bankası'nın döviz kuru seviyesine müdahale etmemesi, Merkez Bankası açısından döviz rezervleri düzeyinin sabit ya da öngörülebilir kur rejimlerine göre daha önemsiz olduğunu göstermektedir. Oysa gelişmekte olan ekonomilerde, karşılaşılabilecek iç ve dış şokların olumsuz etkilerinin giderilmesi ve ülkeye duyulan güvenin artırılması açısından, Türkiye'nin de içinde bulunduğu bu tür ülkelerde, dalgalı kur rejimi uygulanıyor olsa da döviz rezervlerinin düzeyi önemlidir.

Merkez Bankası herhangi bir kur hedefinin bulunmaması ve döviz kurunu para politikasının temel bir aracı olarak görmemesinden dolayı, döviz piyasasındaki arz ve talep koşullarını, dolayısıyla kur seviyesini mümkün olduğunca düşük düzeyde etkilemek ve dalgalı kur rejiminin işleyişine sadık kalmak için döviz likiditesinde olağanüstü farklılaşmalar görülmedikçe döviz alımlarını kuralları önceden belirlenen ihaleler yoluyla yaparak ılımlı bir rezerv politikası yürütmektedir. Diğer taraftan kurlarda her iki yönde oluşabilecek aşırı oynaklık durumunda piyasaya doğrudan müdahale edilebileceği, müdahale kararlarının sadece geçmiş verilere bakılarak mekanik bir şekilde değil, oluşan ve oluşabilecek potansiyel oynaklıkların nedenlerinin bütün yönleri ile değerlendirilerek alınacağı vurgulanmaktadır (TCMB, 2005:17-18).

4. Tcmb'nin Yeni Para Politikası Yaklaşımı

4.1 Yeni Bir Politika Yaklaşımı İçin Temel Gerekçeler

Küresel mali kriz öncesinde merkez bankalarınca uygulanan para politikasının temel amacı fiyat istikrarının sağlanması olmuştur. Fiyat istikrarı odaklı para politikası 1980'lerin sonunda başta gelişmiş ülkelerde uygulanmaya başlanan ve sonrasında 1990'larda gelişmekte olan ülkeler arasında popüler olmaya başlayan enflasyon hedeflemesi rejiminin de temel amacı olarak kabul edilmektedir. Karar alma mekanizmalarında kural odaklılığı, basitliği ve öngörülebilirliği temel alan enflasyon hedeflemesi rejiminde fiyat istikrarı ile çelişmediği müddetçe, para politikası kararları alınırken finansal sistemdeki gelişmelerin göz ardı edilmemesi gerektiği vurgulanmıştır. Bu bağlamda finansal istikrarın önemli olduğu kabul edilmekle birlikte para politikasının öncelikli amacı arasında olmadığı ve bu anlamda politika araçlarının temelinde finansal riskleri önlemeye yönelik kullanılmasının söz konusu olmadığı örtük olarak ifade edilmiştir.

Küresel kriz döneminde yaşanan deneyimler fiyat istikrarının finansal istikrarın sağlanması için gerekli ancak yeterli olmayan bir koşul olduğunu ortaya koymuştur. Örneğin küresel kriz öncesi dönemde özellikle gelişmiş ülkelerde uygulanan politikalar enflasyonu düşük düzeylerde tutmayı başarabilmişse de borçluluk oranları ve varlık fiyatlarındaki aşırı artışa engel olamamış, sonuç olarak finansal istikrar bozulmuş ve tarihin en derin finansal krizlerinden biri yaşanmıştır. Bu gelişmeler para politikası kararlarında finansal piyasalardaki dengesizliklerin arttığı, merkez bankalarının finansal istikrara yönelik misyonlarının yeniden gözden geçirildiği ve para politikası yaklaşımında değişimlerin yaşandığı bir süreci beraberinde getirmiştir.

Kriz döneminde finansal istikrarı bozucu yönde yaşanan gelişmeler ve buna bağlı olarak değişen para politikası yaklaşımı farklı politika araçlarını gerekli kılmıştır. Zira gelişmiş ülke merkez bankalarının krizden çıkış için piyasalara yüklü miktarda likidite vermeleriyle sonuçlanan parasal genişleme uygulaması finansal aracılık kesiminin risk iştahını artırarak kredilerin hızlı bir biçimde artmasına ve sistemik risklerin belirginleşmesine neden olmuştur. Kredilerdeki aşırı artış gerek kredi kalitesinde düşüş riskini artırması, gerekse iç talebin toplam gelirden daha hızlı büyümesine yol açarak finansal istikrarı bozucu etkiler göstermiştir. Diğer taraftan yoğun sermaye akımlarının gelişmiş ülkelerdeki durgunluktan kaynaklanan zayıf dış taleple birleşmesi verimsiz kaynak dağılımına ve makro finansal risklerin artmasına neden olmuştur. Bu durum, yapısal cari açığı bulunan gelişmekte olan ülke ekonomilerini dış ticaret kanalıyla olumsuz etkileyerek finansal dengesizliklerin artmasına yol açmıştır. Bu durumu aşağıdaki diagram üzerinde şöyle gösterebiliriz (TCMB, 2012:2).

Parasal Genişleme ⇒ Küresel Likidite Artışı ⇒ Yoğun Sermeye Akımları ⇒ (Kredi Genişlemesi + Cari İşlemler Açığı) ⇒ Finansal İstikrarsızlık

Kriz döneminde uygulanan dengeleyici para ve maliye politikalarının yanında, hane halkının düşük borçluluk oranı ve bankacılık sisteminin sağlam yapısı iç talebi hızlı bir şekilde artırarak Türkiye ekonomisinin güçlü bir toparlanma sürecine girmesine önemli katkı sağlamıştır. Ne var ki, dış talepteki görece zayıflık karşısında iç talepteki hızlı büyüme ve Türk lirasındaki değer artışı ithalat artışını tetikleyen temel unsurlar olmuştur. Öte yandan dış talepteki durgunluk göz önüne alındığında, Türkiye’nin ihracatının ağırlıklı olarak gelişmiş ülkelere yönelik olması ihracattaki toparlanma sürecini geciktiren başka bir faktör olmuştur. Tüm bu gelişmelere bağlı olarak Türkiye’de cari denge sorunu daha da kötüleşmiştir. Diğer taraftan gelişmiş ülkelerdeki gevşek para politikaları ve parasal genişlemeye bağlı olarak artan getiri arayışı diğer gelişmekte olan ülkelerde olduğu gibi Türkiye’ye yönelik kısa vadeli sermaye akımlarını güçlendirmiştir. Kısa vadeli sermaye girişleri bir taraftan krediye erişimi kolaylaştırırken diğer taraftan Türk lirasının değerlenmesine yol açarak iç ve dış talep arasındaki ayrışmayı daha da derinleştirmiştir. Bu durum cari dengede iki açıdan problem oluşturmuştur. Birincisi cari dengenin hızla bozulması, ikincisi ise cari dengedeki bozulmanın finansmanında kısa vadeli sermaye girişleri ile portföy yatırımlarının payının giderek artmasıdır. Cari işlemler açığındaki artış ve sermaye girişlerinin kalitesindeki bozulma küresel risk iştahındaki ani değişimlere karşı ekonominin kırılabilirliğini artırarak makroekonomik ve finansal istikrara ilişkin kaygıları gündeme getirmiş ve diğer gelişmekte olan ülkelerde olduğu gibi Türkiye’de de alternatif bir politika yaklaşımını gerekli kılmıştır (Başçı ve Kara, 2011:2).

Küresel büyüme dönemlerinde artan risk iştahı gelişmekte olan ülkelere yönelik sermaye akımlarını hızlandıracaktır. Böyle bir ortamda sermaye akımlarının yavaşlatılıp finansal risklerin azaltılması için faiz oranlarının düşük bir seviyede tutulması gerekir. Ancak faiz oranlarının uzun süre düşük tutulması iç talebi artırarak fiyat istikrarına zarar verebilir. Tersine, sermaye akımlarının arttığı bir dönemde kredilerdeki aşırı büyümeyi engellemek için politika faizinin artırılması sermaye akımlarının daha da artmasına, yerel paranın daha çok değer kazanmasına ve dışsal dengenin bozulmasına neden olabilecektir. Burada dış dengeyi sağlayan faiz oranı ile iç dengeyi sağlayan faiz oranı farklılaşabilmektedir. Bu yüzden fiyat istikrarını amaçlayan bir merkez bankasının aynı zamanda finansal riskleri gözetken politikalar uygulayabilmesi için özellikle hızlı sermaye girişlerinin yaşandığı dönemlerde, birden fazla politika aracını devreye sokması gerekir (Başçı ve Kara, 2011:3).

Para politikası aracı olarak sadece faiz oranının kullanılması kredi ve döviz kurundaki dalgalanmaların daha da şiddetlenmesine neden olabilir. Örneğin sermaye akımlarının yoğunlaştığı ve kredilerin hızla büyüdüğü bir ortamda geleneksel tepki faiz oranlarının artırılması suretiyle parasal bir sıkılaşmaya gitmektir. Bunun yanında aşırı değerlenmeye karşı piyasadan döviz alımları yoluna da gidilebilir. Yalnız bu tür tepkilerin kredi ve döviz kurundaki dalgalanmaları daha da şiddetlendirme olasılığı yüksektir. Zira yüksek faiz oranları kısa dönem sermaye akımlarını artırırken, döviz alımları bankaların likidite koşullarını iyileştirerek borç verme iştahlarının artmasına ve hızlı kredi büyümesine neden olabilmektedir. Sonuç olarak, merkez bankası daha yüksek bir değerlenme baskısı ve daha büyük bir kredi genişlemesi sorunu ile mücadele etmek zorunda kalacaktır (Kara, 2013:5).

Yukarıdaki örnekler, Tinberger Kuralı'nın da ifade edildiği gibi, tek bir araçla birden fazla amacı gerçekleştirmenin mümkün olmadığını göstermektedir. Zira büyük dışsal şoklar karşısında, tek politika enstrümanı olan politika faizi ile geleneksel enflasyon hedeflemesi rejiminde fiyat istikrarı ile finansal istikrar arasında bir ödünleşme kaçınılmazdır. Doayısıyla birden fazla amacı gerçekleştirmek için Merkez Bankası'nın faizlerin yanısıra birden fazla politika aracını kullanarak hem fiyat istikrarı hem de finansal istikrar için uygun bir politika bileşimi oluşturması zaruri olmuştur. Böylece, makroekonomik istikrara yönelik bu araçların etkin kullanımı, finansal istikrar ve fiyat istikrarı için gerekli olan faiz oranlarının yakınsamasına da yardımcı olacaktır.

Tüm bu nedenlerden dolayı fiyat istikrarı yanında finansal istikrara da atfettiği önemi artıran ve bu bağlamda dış denge, kredi genişlemesi ve sermaye akımlarından kaynaklanan makro finansal riskleri azaltmayı hedefleyen yeni bir para politikası tasarlanmış ve Kasım 2010'dan itibaren uygulamaya konulmuştur. Bu bağlamda, kredi politikası çerçevesinde zorunlu karşılıklar ve diğer makro ihtiyati araçlar, faiz politikası çerçevesinde haftalık repo faizleri, likidite politikası çerçevesinde ise faiz koridoru ve fonlama stratejisi tamamlayıcı nitelikteki araçlar olarak bir arada kullanılmaktadır. Bu politika araçları kullanılırken; beklentiler, kredi büyümesi ve döviz kuru fiyat istikrarı ve finansal istikrar açısından takip edilen göstergeler olarak yer almaktadır. TCMB, yeni araçlarını kullanırken temelde krediler ve döviz kuru kanallarını ayrı ayrı etkileyerek fiyat istikrarı ve finansal istikrarı tesis etmeye çalışmaktadır.

4.2 Yeni Para Politikası Araçları ve Aktarım Mekanizması

Enflasyon hedeflemesinin klasik yaklaşımında para politikasının temel amacı fiyat istikrarının sağlanması ve devam ettirilmesidir. Bu yüzden merkez bankaları politikalarını enflasyon hedefiyle uyumlu olabilecek şekilde yürütmeye çalışırlar. Merkez bankası enflasyon hedefini gerçekleştirmek için sadece kısa vadeli faiz oranlarını kullanmaktadır. Fiyat istikrarı öncelikli amaç olduğu için faiz oranlarının enflasyon dışında varlık fiyatları, krediler ve dış denge gibi değişkenler üzerindeki etkisi fazla önemsenmez. Diğer bir ifadeyle finansal riskler ikincil planda kalmakta ve ancak fiyat istikrarı ile çelişmediği müddetçe göz önüne alınmaktadır. Gelişen modern bankacılık anlayışı ve küresel finans krizi enflasyon hedeflemesi yapan bir merkez bankasının finansal istikrarı da gözetmesini ve dolayısıyla amaç fonksiyonunda da yer vermesi gerektiğini ortaya koymuştur. Finansal istikrarı gözetilen bir merkez bankası için politika faizi tek başına yeterli değildir. Zira faiz oranı bir değişken üzerinde istenilen etkileri yaparken diğeri üzerinde istenilenin tersi bir etki yapabilir (Kara, 2012:7).

Sermaye akımlarındaki hareketler ve küresel likidite çevrimleri Türkiye'deki yansımalarını esas olarak krediler ve döviz kurundaki dalgalanmalar şeklinde göstermektedir. Dolayısıyla sermaye akımlarındaki oynaklığın etkilerinin yumuşatılması için kredilerin makul oranlarda büyümesi ve döviz kurundaki gelişmelerin iktisadi temellerle uyumlu olması oldukça önemlidir. Bu yüzden yeni para politikası ara hedef olarak da nitelendirilebilecek iki sütun üzerine kuruludur: kısa vadeli spekülasyon sermaye girişlerini caydırarak döviz kurunun iktisadi temellerden kopuk hareketlerini sınırlamayı ve küresel risk iştahındaki ani değişimlerin (sudden-stop) yol açabileceği riskleri azaltmayı amaçlayan ilk sütun, makroekonomik ve finansal dengesizlikleri azaltmaya yönelik olarak kredi genişlemesini sınırlamayı hedefleyen ikinci sütun (Başçı ve Kara, 2011:5-6).

Yeni para politikası çerçevesinde aktarım mekanizmasının daha iyi anlaşılabilmesi için öncelikle faiz koridoru ve faiz koridorunun kredi ve döviz kuru kanalları ile olan etkileşimini incelemek gerekir. TCMB’nin gecelik vadede bankalardan borçlanabileceği ve bankalara borç verebileceği faiz seviyelerinin arasında kalan alan “faiz koridoru” olarak tanımlanmaktadır. Koridorun üst sınırı Merkez Bankası’nın borç verme faiz oranı, koridorun alt sınırı ise Merkez Bankası’nın borç alma faiz oranı olmaktadır. Borç alma ve borç verme faizi dışında bir de faiz koridoru içinde kalabilecek şekilde belirlenen piyasa faizi bulunmaktadır. Piyasa faizinin Merkez Bankası’nın belirlediği koridorun içinde kalmasını sağlayan olgu, Merkez Bankası’nın üst sınırdan borç vermeye, alt sınırdan da borç almaya razı olmasıdır. Enflasyon hedeflemesi rejiminde, piyasa faizinin bu işlemler sonucunda politika faizi civarında oluşması gerekmektedir.

Yeni para politikası araçlarından bir diğeri ise zorunlu karşılıklardır. Küresel kriz öncesinde bazı gelişmekte olan ülke merkez bankaları yüksek seyreden kredi büyümesi ve hedefin üstünde gerçekleşen enflasyonu kontrol altına alabilmek için faizleri artırmak yerine zorunlu karşılık oranlarını artırmayı tercih etmişlerdir. Zira faizlerin artırılması yüksek miktarlarda devam etmekte olan sermaye girişlerini daha da artırarak yerel paranın değerlenmesine ve kredi büyüme oranlarının daha da ivme kazanmasına neden olacaktır (Ünalımsı ve Ünalımsı, 2015:2).

Yeni para politikasında fiyat istikrarı ve finansal istikrar nihai amaçlarının gerçekleştirilmesi için yukarıda da ifade edildiği gibi kredi genişlemesinin sınırlandırılması bir ara hedef olarak kabul edilmektedir. Kredi genişlemesinin ertelenen kredi talebini soğurucu, yatırımları ve dolayısıyla geliri artırıcı etkisi olsa da, hızlı bir kredi genişlemesi potansiyel riskleri de beraberinde getirmektedir. Kısa vadeli sermaye akımlarındaki artış sonucunda kredilerdeki aşırı artış gerek kredi kalitesinde düşüş riskinin artması gerekse iç talebin toplam gelirden daha hızlı büyümesine yol açması nedeniyle sistemik risklerin artmasına neden olabilmektedir. Bu yüzden hızlı kredi genişlemesi iktisat literatüründe finansal krizleri önceleyen önemli bir değişken olarak görülmektedir. Küresel kriz sonrasında ortaya çıkan makro finansal riskleri azaltmaya yönelik olarak TCMB’nin 2010 yılının ikinci yarısından itibaren uyguladığı yeni politika çerçevesinde finansal istikrarın önemli bir bileşeni olarak kredi büyümesinin önemine vurgu yapılmaktadır. Bu bağlamda, TCMB kredi büyümesinin iktisadi dinamiklerle uyumlu bir şekilde gerçekleşmesi için likidite, zorunlu karşılıklar ve faiz politikalarını bir arada kullanmaktadır.

Makroekonomik ve finansal dengesizlikleri azaltmaya yönelik politika bileşiminin bir sütunu olarak kredi genişlemesinin sınırlandırılmasında para politikasının yeni bir aracı olan faiz koridoru etkili bir şekilde kullanılmaktadır. Geleneksel enflasyon hedeflemesinde politika faizi olarak kullanılan kısa vadeli faizler piyasada oluşan getiri eğrisini şekillendirerek parasal duruşu belirlemektedir. Bankalar bu parasal duruşu göz önüne alarak kredi faizlerini ve koşullarını ayarlamakta ve böylece fonlama maliyetini artırıp azaltmak suretiyle kredilerin seviyesini etkileyebilmektedir. TCMB, yeni para politikası çerçevesinde elinde bulundurduğu çoklu araç kümesini kullanarak geleneksel enflasyon hedeflemesinde olduğu gibi getiri eğrisini etkileyebilmektedir. Yalnız Merkez Bankası yeni çerçevede karar alma sürecini daha hızlı işletebilmekte ve bu bağlamda piyasaya doğrudan yaptığı fonlamanın maliyetini günlük bazda gözden geçirerek likidite açığı olan bankaların marjinal kredi maliyetlerini daha sık bir şekilde etkileyebilmektedir (Kara, 2012:9).

TCMB, fonlama faizine dair belirsizliği de bir politika aracı olarak kullanabilmektedir. Belirsizliğin derecesi ise faiz koridorunun genişliğine ve kısa vadeli faizin tahmin edilebilirliğine bağlıdır. Kredilerde arzu edilenin ötesinde bir hızlanma gözlemlendiğinde Merkez Bankası fonlama miktarı ve maliyeti konusundaki belirsizliği artırarak özellikle likidite açığı olan kurumlar için kredi arzında bir sıkılaşmaya yol açabilmektedir. Bankalar böyle dönemlerde faiz riskini fiyatlarken genelde faiz koridorunun üst sınırını esas alırlar. Özellikle, faiz koridoru yukarı yönlü genişletilerek likidite operasyonları ile ek sıkılaştırma yapılması krediler üzerinde oldukça etkili olabilmektedir. Böylece Merkez Bankası net borç verici olduğu bir piyasada, kredi faizleri ve kredi büyümesi üzerinde güçlü bir etki yapabilmektedir (Kara, 2012:10).

Kredi arzını etkilemek amacıyla kullanılan makro-ihtiyati araçların biri de zorunlu karşılıklardır. Sermaye girişlerinin arttığı bir dönemde, arz koşullarındaki gevşeme ve faiz oranlarındaki düşüğe bağlı olarak artan krediler makro finansal riskleri besleyebilmektedirler. Bu durumda zorunlu karşılık oranlarının artırılması kredi arzını sınırlayabilir. Sermaye girişlerinin aniden zayıfladığı veya risk algılamasının arttığı dönemlerde ise zorunlu karşılıkların düşürülmesi kredilerde ani duruş riskini azaltabilir.

Zorunlu karşılıklar asıl etkisini, faiz koridoru ve etkin likidite yöntemi ile etkileşim halinde göstermektedir. Normal şartlarda, mevduatın ortalama vadesinin kısa olduğu ve parasal otoritenin enflasyon hedeflemesi uyguladığı bir çerçevede, merkez bankaları önceden ilan etmiş olduğu bir politika faiz oranında likidite vermeyi taahhüt ettikleri için, zorunlu karşılıklar ile piyasadan çekilen likiditenin Merkez Bankası fonlaması ile kolaylıkla ikame edilebilmektedir. Böyle bir durumda zorunlu karşılık oranlarındaki artışın kredi davranışı üzerinde önemli bir etkisinin olmaması ve dolayısıyla likidite kanalının etkili olmaması beklenir. Ancak uygulanan koridor sistemi yanında kısa vadeli faizlerin tahmin edilebilirliğinin azaltılması, TCMB'nin likiditeyi miktar yoluyla yapması (sınırsız likidite sağlamaması) ve vadeye göre zorunlu karşılık oranlarını farklılaştırması gibi aktif likidite yöntemi stratejisi, kısa vadeli faizlerdeki oynaklığı artırarak mevduatın veya zorunlu karşılık olarak ayrılan tutarın merkez bankası fonlaması ile ikame edilebilirlik derecesi sınırlamaktadır. Böylece, özellikle likidite gereksinimi olan bankalar Merkez Bankası'nın ek sıkılaştırma dönemlerinde kredi genişlemesi için daha temkinli davranmaktadırlar. Kısaca, zorunlu karşılıkların kredi arzı üzerindeki asıl etkisi faiz koridoru sistemi ile etkileşim halinde ortaya çıkmaktadır. Zorunlu karşılık oranlarının yüksek seviyede tutulması faiz koridoru aracının etkinliğini artırmaktadır.

Kredi artışlarındaki aşırı oynaklık yanında finansal istikrarsızlık ve fiyat istikrarsızlığının bir diğer nedeni ise döviz kurlarındaki aşırı oynaklıktır. Çünkü döviz kurlarındaki aşırı oynaklık bir taraftan reel sektörü ve fiyatlama davranışlarını etkilerken, diğer taraftan döviz kuru aşırı değerli olduğu zamanlarda dış dengeye, aşırı değersiz olduğu zamanlarda ise fiyat istikrarına zarar verebilmektedir. Bu yüzden fiyat istikrarı ve finansal istikrarın sağlanması için gerekli koşullardan biri de döviz kurunun iktisadi temellerinden sapmaması veya aşırı bir oynaklık göstermemesidir. Türkiye'de döviz kurundaki aşırı değerlenmenin temel nedeni ise kısa vadeli sermaye akımlarıdır. Kısa vadeli sermaye akımlarının dengelenmesi amacıyla yeni para politikası araçları etkin bir şekilde kullanılmaktadır.

Yeni para politikası bileşiminin bir diğer sütunu olan “kısa vadeli sermaye girişlerinin dengelenmesi” döviz kuru kanalı üzerinden sağlanmaktadır. Bu çerçevede Merkez Bankası kısa vadeli faizleri günlük frekanslarda ayarlamak suretiyle sermaye hareketleri ve döviz kuru oynaklığını yumuşatabilmektedir. Özellikle küresel risk iştahındaki bir düşüğe bağlı olarak bir sermaye çıkışının yaşanması durumunda Merkez Bankası sermaye hareketinin döviz kuru üzerinde oluşturacağı etkiyi minimize etmek için gerekli gördüğünde fonlama miktarını piyasanın ihtiyacından daha az yapabilmektedir. Bu durumda Merkez Bankası'ndan beklediklerinden daha az likidite sağlayan finansal kurumlar döviz satarak likidite ihtiyaçlarını karşılama yoluna gidebilmekte, bu ise sermaye çıkışının döviz kuru üzerinde oluşturduğu hareketi sınırlamaktadır. Diğer taraftan, bu durumda kısa vadeli faiz oranlarında yaşanan artış sermaye çıkışlarını caydırıcı bir rol oynamaktadır. Yeni sistemde sermaye akımlarının güçlü olduğu dönemlerde faiz koridoru aşağı yönlü genişletilerek faiz oynaklığı artırılırken, sermaye akımlarının zayıf olduğu dönemlerde koridor yukarı yönlü genişletilerek döviz kuru oynaklığı azaltılabilmektedir (TCMB, 2013b:14-15).

Döviz kuru üzerinde etkili olan diğer bir araç ise zorunlu karşılıklardır. Yeni sistemde Türk lirası zorunlu karşılıkların belli bir oranının döviz cinsinden tutulmasına olanak tanınmaktadır. İlk olarak Eylül 2011'de uygulamaya konulan ve Rezerv Opsiyon Mekanizması (ROM) olarak bilinen bu sistemde, Türk lirası likidite ihtiyacının daha kalıcı bir yöntemle ve daha düşük bir maliyetle karşılanması, döviz rezervlerinin desteklenerek zamanında, kontrollü ve etkili bir şekilde kullanılması, sermaye hareketlerindeki aşırı oynaklığın makroekonomik ve finansal istikrar üzerindeki olumsuz etkilerinin sınırlandırılması ile “yastık altı” altının ekonomiye kazandırılması amaçlanmaktadır (TCMB, 2012:61).

TCMB tarafından tasarlanan ve TCMB’ye özgü olan (Ermişoğlu vd, 2013:2) bir para politikası aracı olarak ROM, sermaye akımlarındaki dalgalanmaların döviz kuru ve finansal piyasalar üzerindeki etkilerini yumuşatma potansiyeli taşımaktadır. Örneğin sermaye girişlerinin hızlı olduğu dönemlerde döviz likiditesi arttığından, bankalar zorunlu karşılıkların büyük bir kısmını döviz cinsinden tutmayı tercih edebilecektir. Böylece, bir yandan döviz kuru üzerindeki aşırı değerlenme baskısı hafiflerken, diğer yandan bankaların döviz kredisi verme eğilimini ve dolayısıyla dövizin krediye dönüşüm oranını da azaltarak finansal istikrarı destekleyebilecektir. Sermaye girişlerinin yavaşladığı dönemlerde ise genel olarak yabancı para (YP) kaynakların maliyeti Türk lirası kaynakların maliyetine göre artmakta ve yurt dışı fonlara erişim zorlaşmaktadır. Bankalar ihtiyaç duydukları döviz likiditesinin bir kısmını rezerv opsiyonu kullanımlarını azaltarak elde edebilirler. Rezerv opsiyonunun kullanımının azaltılması bankaların zorunlu karşılıkların daha büyük bir kısmını Türk lirası kaynaklarla tesis etmesi anlamına geleceğinden Türk lirası talebini arttıracaktır. Dolayısıyla ROM’un hem döviz kurunun hem de piyasa likiditesinin oynaklığını sınırlama potansiyeli taşıdığı ifade edilmektedir (Alper vd, 2012:5).

SONUÇ

Türkiye 1970’lerden sonra yaklaşık otuz yıl boyunca yüksek enflasyon oranları ile mücadele etmiştir. 1980 yılına kadar uygulanan ithal ikameci sanayileşme Türkiye ekonomisini dış ödeme ve yüksek enflasyon oranları şeklinde ağır bir bunalıma sürüklemiştir. Sonrasında uygulanan ihracata dayalı sanayileşme stratejisi önceki dönemde yükselişe geçen enflasyon oranlarının daha da artmasına neden olmuştur. 1990-2001 yılları arasında sırasıyla uygulanan parasal hedefleme ve döviz kuru hedeflemesinin başarısız olmasının ardından Türkiye Şubat 2001’de döviz kurunu dalgalanmaya bırakmış. 2002-2005 yılları arasında örtük enflasyon hedeflemesi stratejisini uygulayan Türkiye bu dönemde gerekli önkoşulları yerine getirerek 2006 yılında tam donanımlı enflasyon hedeflemesine geçmiştir. Böylece yaşanan gelişmeler Türkiye’yi adım adım enflasyon hedeflemesi stratejisine yaklaştırmıştır.

Enflasyon hedeflemesi rejimi altında, diğer ülkelerde olduğu gibi, Merkez Bankası’nın temel amacı fiyat istikrarını sağlamak ve sürdürmek olarak kabul edilmiştir. Türkiye enflasyon hedeflemesini esnek bir şekilde uygulamakta ve buna bağlı olarak rejimin genel çerçevesini ve uygulama şeklini kendi koşullarına göre belirlemektedir. Küresel kriz öncesinde faiz oranlarını tek enstrüman olarak kullanan Merkez Bankası krizden sonra artan finansal riskleri sınırlandırmak amacıyla Kasım 2010’dan itibaren araç setini çeşitlendirmiştir. Böylece Merkez Bankası fiyat istikrarına zarar vermeden makro ekonomik koşullara bağlı olarak yeni para politikası araçlarını farklı yönlerde kullanabilmiştir.

Kaynakça

Akyüz, Y. ve Boratav, K. (2002). “The Making Of The Turkish Financial Crisis”, *Unctad Discussion Papers* No.158,

Alper Koray, Kara Hakan, Yörükoğlu Mehmet (2012), “Rezerv Opsiyon Mekanizması”, *TCMB Ekonomi Notları*, Sayı:2012-28/22

Atuk Oğuz, Özmen M. Utku, Tekatlı Necati (2011), “Çekirdek Enflasyon Göstergelerinin Kullanımı Üzerine Bir Değerlendirme”, *TCMB Ekonomi Notları*, Sayı: 2011-01/ 24

Başçı, E. ve Kara, H. (2011), “Finansal İstikrar ve Para Politikası”, *TCMB Çalışma Tebliği* NO: 11/08,

Celasun, Oya (1998), “The 1994 Currency Crisis in Turkey”, *Policy Research Working Paper* 1913,

Çulha, O. Y. ve Kaya N. (2009), “Enflasyon Hedeflemesi Uygulayan Ülkelerde Hesap Verme Araçları”, *TCMB Ekonomi Notları*, Sayı:09-01/23

- Ekinci, N. K., Ertürk, K. (2004), “Turkish Currency Crisis of 2000-1 Revisited”, *CEPA Working Paper* 2004-01,
- Ermişoğlu Ergun, Oducu Arif, Akçelik Yasin (2013). “Rezerv Opsiyon Mekanizması ve Kur Oynaklığı”, *TCMB Ekonomi Notları*, Sayı:2013-04/31
- Kara, A. Hakan (2012), “Küresel Kriz Sonrası Para Politikası”, *TCMB Çalışma Tebliği* No:12/17,
- Kara, A. Hakan (2013), “Safeguarding Macroeconomic and Price Stability Amid Capital Flow Volatility”, Note prepared for the BIS Meeting of Central Bank Chief Economists, Basel
- Kara, A. H.ve Orak M. (2008), Enflasyon Hedeflemesi, Ekonomik Tartışmalar Konferansı, İstanbul
- Kesriyeli, Mehtap.(1997), *1980’li Yıllardan Günümüze Para Politikası Gelişmeleri*, Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Yayınları, No. 97/4
- Orhan, Osman Z., ve Erdoğan, Seyfettin (2008), *Para Politikası*, 4. Baskı, Ankara,
- Özdemir, Metin (2005), *Enflasyon Hedeflemesi Teorisi: Gelişmekte Olan Ülkelerde Uygulanabilirliği ve Türkiye*, (Uludağ Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Yayınlanmamış Doktora Tezi, Bursa
- Rossi, M.ve Rebucci A. (2004), “Measuring Disinflation Creibility in Emerging Markets: A Bayesian Approach with an Application to Turkey”, *IMF Working Paper* No. 208,
- Serdengeçti, Süreyya (2004), “72. Hissedarlar Genel Kurulu Olağan Toplantısı Açıs Konusması”, TCMB, Ankara,
- Serdengeçti, Süreyya (2005a), “73. Hissedarlar Genel Kurulu Olağan Toplantısı Açıs Konusması”, TCMB, Ankara,
- Serdengeçti, Süreyya (2005b), “Dolarizasyon/Ters Dolarizasyon” TCMB, Eskişehir,
- TUSİAD (1995), *1995 Yılına Girerken Türk Ekonomisi*, Yayın No: TUSİAD-T/95,
- TÜRKİYE CUMHURİYET MERKEZ BANKASI (2001a), *2002 Yıllık Rapor*, Ankara, <http://www.tcmb.gov.tr>, (Erişim:25.11.2014)
- TÜRKİYE CUMHURİYET MERKEZ BANKASI (2001b), *Para Politikası Raporu*, <http://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/tcmb+tr/tcmb+tr/main+menu/yayinlar/raporlar/yillik+rapor>,(erişim:23.05.201)
- TÜRKİYE CUMHURİYET MERKEZ BANKASI (2001c), *Türkiye’nin Güçlü Ekonomiye Geçiş Programı*, <http://www.tcmb.gov.tr/wps/wcmconnect/9d16883c-c298-4863-8992e6054973ce6b/program.pdf?MOD=AJPERES>, (erişim:11.11.2014)
- TÜRKİYE CUMHURİYET MERKEZ BANKASI (2002a), *2002 Yılında Para ve Kur Politikası ve Muhtemel Gelişmeler*, basın duyurusu, Sayı. 2002-1
- TÜRKİYE CUMHURİYET MERKEZ BANKASI (2002b), *Küreselleşmenin Türkiye Ekonomisine Etkileri*, Ankara
- TÜRKİYE CUMHURİYET MERKEZ BANKASI (2005), *Enflasyon Hedeflemesi Rejiminin Genel Çerçevesi ve 2006 Yılında Para ve Kur Politikası*, www.tcmb.gov.tr (Erişim:09.09.2014)
- TÜRKİYE CUMHURİYET MERKEZ BANKASI (2006a), *2007 Yılında Para ve Kur Politikası*, <http://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/TCMB+TR/TCMB+TR/Main+Menu/Yayinlar/Temel+Politika+Metinleri/Para+ve+Kur+Politikasi+Metinleri>, (Erişim:23.12.2014)
- TÜRKİYE CUMHURİYET MERKEZ BANKASI (2006b), *Enflasyon Hedeflemesi Rejimi*, TCMB, Ankara

- TÜRKİYE CUMHURİYET MERKEZ BANKASI (2006), *Enflasyon Raporu 2006-I*, <http://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/tcmb+tr/tcmb+tr/main+menu/yayinlar/raporlar/enflasyon+raporu>,(Erişim:12.12.2014)
- TÜRKİYE CUMHURİYET MERKEZ BANKASI (2007), *2008 Yılında Para ve Kur Politikası*, Ankara, <http://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/TCMB+TR/TCMB+TR/Main+Menu/Yayinlar/Temel+Politika+Metinleri/Para+ve+Kur+Politikasi+Metinleri>, (Erişim:12.12.2014)
- TÜRKİYE CUMHURİYET MERKEZ BANKASI (2008), *2009 Yılında Para ve Kur Politikası*, <http://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/TCMB+TR/TCMB+TR/Main+Menu/Yayinlar/Temel+Politika+Metinleri/Para+ve+Kur+Politikasi+Metinleri>, (Erişim:15.12.2014)
- TÜRKİYE CUMHURİYET MERKEZ BANKASI (2012), Bülten, Sayı:27, www.tcmb.gov.tr (Erişim:10.11.2014)
- TÜRKİYE CUMHURİYET MERKEZ BANKASI (2013a), *Enflasyon ve Fiyat İstikrarı*, <http://www.tcmb.gov.tr>, (erişim: 10.10.2014),
- TÜRKİYE CUMHURİYET MERKEZ BANKASI (2013b), *Parasal Aktarım Mekanizması*, Ankara, www.tcmb.gov.tr, (Erişim:01.02.2015),
- UNCTAD (2001), “İstikrar Politikaları ve Türkiye”, <http://www.bbc.co.uk/turkish/unctad.shtml>, (Erişim:15.11.2014)
- Uygur, Ercan (2001), Krizden Krize Türkiye: 2000 Kasım ve 2001 Şubat Krizleri, *TEK Tartışma Metni*, No.2001/1,
- Ünalmiş, D. ve Ünalmiş, İ. (2015), “Zorunlu Karşılıklara Faiz Ödenmesi”, *TCMB Ekonomi Notları*, Sayı:2015-01/02 Şubat 2015
- Yılmaz, Durmuş (2010), “Küresel Kriz ve Ekonomik Yönetişim”, TCMB, Malatya,